

全球资深组合投资管理专家，25年多资产投资实践经验，深入阐述关于多资产投资、组合管理、风险控制等方面的内容。

扎实的理论基础、丰富的实践经验，以全面而新颖的视角，重新定义多资产投资的内涵和应用。

# 多资产配置

## 投资实践进阶

# MULTI-ASSET INVESTING

A PRACTITIONER'S FRAMEWORK

[印] 普拉纳·古普塔 (Pranay Gupta)

[瑞典] 斯文 R. 斯卡尔舍 (Sven R. Skallsjö) 著

[加] 李兵 (Bing Li)

胡超 译



机械工业出版社  
China Machine Press

# 多资产配置

投资实践进阶

## MULTI-ASSET INVESTING

A PRACTITIONER'S FRAMEWORK

[印] 普拉纳·古普塔 (Pranay Gupta)

[瑞典] 斯文 R. 斯卡尔舍 (Sven R. Skallsjö) 著

[加] 李兵 (Bing Li)

胡超 译



机械工业出版社  
China Machine Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

多资产配置：投资实践进阶 / (印) 普拉纳·古普塔 (Pranay Gupta), (瑞典) 斯文 R. 斯卡尔舍 (Sven R. Skallsjö), (加) 李兵 (Bing Li) 著; 胡超译. —北京: 机械工业出版社, 2017.4

(CFA 协会金融前沿译丛)

书名原文: Multi-Asset Investing: A Practitioner's Framework

ISBN 978-7-111-56595-6

I. 多… II. ①普… ②斯… ③李… ④胡… III. 投资管理 - 研究 IV. F830.593

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 066929 号

本书版权登记号: 图字: 01-2016-9655

Pranay Gupta, Sven R. Skallsjö, Bing Li. Multi-Asset Investing: A Practitioner's Framework.  
Copyright © 2016 by John Wiley & Sons, Inc.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2017 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。

未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

## 多资产配置：投资实践进阶

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 刘新艳

责任校对: 殷虹

印刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版次: 2017 年 7 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 19

书号: ISBN 978-7-111-56595-6

定价: 69.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007


购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东



“我们无法知道所有的答案，  
但是所有的问题都值得我们思考。”

——阿瑟 C. 克拉克

### 致安雅和佳妮

希望你们拥有不断探寻的智慧、敢于创新的动力，  
以及展现自我、实现梦想的勇气。

## 编委会

主任/总编：谢大为 CFA 林 东 CFA

编 委：Paul Smith CFA (CFA 协会全球总裁兼首席执行官)

专家顾问：Paul Smith CFA (英国) Aaron Low CFA (新加坡)

于 华 CFA

张 磊 CFA

任建畅 CFA

李诗林 CFA

团队成员：谢大为 CFA 林 东 CFA 黄海东 CFA 罗 宁

李 睿 CFA 赵 明 CFA 刘潇然 CFA 郑 鹏 CFA

李 娜 CFA 田思雨 张 翹 刘冠吾

王煜杰 杨蕊菁 杨 萍 谭 璐

胡 超 苗陆洋

外籍顾问：Ekaterina Terskin Peter M Klapkowski (刘欧亚) Stephane Jeegers

联系邮箱：newfinancier\_china@163.com

协会微博：weibo.com/cfabj

协会微信：cfabeijing (北京金融分析师协会)



微博二维码



微信二维码

作为全球金融与投资行业的教育领袖和卓越专业典范，CFA协会及其成员一向倡导追求精益求精的专业知识与技能。当今金融投资领域瞬息万变，充满前所未有的挑战。我们自觉有责任向客户提供不断更新的最佳解决方案，更好地服务于他们的利益。

能够获益于持续教育的远不止个人从业者。对于企业而言，在员工中推行持续教育可以更好地促进全面风险管理。一般来说，如果员工能够广泛理解行业中的最新动态和这些进展对其职能的影响，他们对风险的认识也会相应提高。而公司层面风险管理的提高，则有助于建立更加稳定的金融体系。

正因如此，当“北京 CFA 协会”（我们的成员协会之一）与“机械工业出版社华章公司”携手合作，翻译、出版一系列金融投资领域的外文专业书籍时，我们真诚恳切地表示支持。自 2013 年成立以来，“北京 CFA 协会”始终如一地向北京会员乃至广大金融界人士提供高水准的持续教育机会。然而，中国各地对金融投资知识的需求之多，仅凭“北京 CFA 协会”一己之力实难满足。我们希望通过本系列丛书，惠及越来越多的全国各地专业人士。秉持助力中国金融业发展的理念，本系列丛书

的编辑精心策划书籍内容，务求贴合中国从业人员的实践需要。对于各位国内金融和投资人员的“工具箱”，本系列丛书无疑能够锦上添花。

对于“北京 CFA 协会”为中国金融领域知识发展做出的有益贡献，我谨代表 CFA 协会在此表示祝贺及感谢，特别要感谢那些为本系列丛书的成功出版奉献出宝贵时间和精力和精力的志愿者。

Paul Smith (施博文), CFA

CFA 协会全球总裁兼首席执行官

## 丛书序

(英文版)

As a leader in education and professional excellence in the global finance and investment industry, CFA Institute and its members champion the pursuit of knowledge and skills required for competent professional practice. In our fastchanging and ever more challenging industry, we owe it our clients to keep up to date on best practices in our industry and apply those to serve their interest.

The benefits of continuing education extend beyond individual professionals. For firms, continuing education among staff promotes better overall risk management. In general, employees' appreciation of risk improves if they have a broad understanding of what is happening in the industry and how it relates to their roles. Stronger firm-level risk management, in turn, helps build a more stable financial system.

That's why we earnestly supported our member society, CFA Society Beijing, with a Growth Funding award to pursue the translation and publication of a series of financial and investment books in Chinese, in partnership with the local publisher China



Machine Press Hua Zhang. Since its formation in 2013, CFA Society Beijing has been consistently delivering highquality continuing education opportunities to our members in Beijing and to the wider financial community. However, the demand from across China is vast and yet to be fulfilled. Through this book series, we hope to reach many more professionals throughout the country. With an eye to support the development of China's financial industry, the editors of this series have carefully curated the content most relevant to Chinese practitioners. Every finance and investment professional in China will find this series is a vital addition to their toolkit.

On behalf of CFA Institute, I would like to express my congratulations and gratitude to CFA Society Beijing for undertaking this valuable contribution toward growing the financial body of knowledge in China. Most especially, thank you to the volunteers who contributed precious time and effort to the successful launch of this series.

Paul Smith, CFA  
President and CEO  
CFA Institute



## 丛书介绍

# 金融街遇上华尔街

——北京 CFA 协会推出“CFA 协会金融前沿译丛”系列书籍

为丰富目前国内金融类图书典藏资源，使广大读者了解和学习更多的西方前沿金融理论，促进东西方金融市场的碰撞、交流和融合，加速国内金融行业的完善和发展，同时也为广大 CFA 会员提供更多更好的继续教育素材，推动会员学术水平的提高，北京 CFA 协会于 2014 年起致力于华尔街优秀图书的甄选和翻译编撰工作，与机械工业出版社合作，连续推出“CFA 协会金融前沿译丛”系列书籍。北京金融街乃至国内金融界将接受一场华尔街经典的洗礼。

机械工业出版社与 CFA 中国有着密切的合作，自 2012 年开始，陆续出版了 CFA 系列课程的中文译著，包括“CFA 协会投资系列”“CFA 协会机构投资系列”共 13 本。

同时，机械工业出版社已推出多本销量卓著的金融类经典译著，如 2005 年推出的《巴菲特致股东的信》（沃伦·巴菲特）和《战胜华尔街》（彼得·林奇），销量分别达 13.3 万册和 50 万册；2008 年推出的《漫步华尔街》（伯顿·马尔基尔），销量达 7 万册。

另外，机械工业出版社具有广泛的销售渠道（包括书店、线上电商等）和多样的营销手段（包括客户关系维护、媒体宣传、

组织各类读书会等)。

我们相信,只要本着专注和服务的心态,用心做好书籍的编译和出版工作,“CFA 协会金融前沿译丛”系列译著一定不会辜负各位读者的期望。这些译著将成为各位提升专业知识、了解金融前沿领域的最佳素材,请广大会员、考生及社会各界人士给予关注和支持!让这场华尔街经典与金融街的碰撞来得更猛烈些吧!

### “CFA 协会金融前沿译丛”简介

	书 名	书籍亮点
	投资组合绩效 测评实用方法 (原书第2版)	作者:卡尔·培根 译者:黄海东 本书作为投资组合风险管理和归因分析的专业书籍,注重实践和应用,帮助读者了解在目前的金融环境下计算和评价投资组合收益的方法,以便于后续调整投资策略和改进投资收益。此领域的专业书籍在国内鲜有所见。本书将填补国内相关领域专业书籍的空缺,是基金经理等投资人士的最佳选择之一。
	出版状态	
	REITs: 人员、流 程和管理(房地产 投资信托基金)	作者:戴维·帕克 译者:罗宁 刘潇然 本书介绍了房地产信托基金管理的相关实践,包括投资经理需要了解的风险管理等相关知识。本书总结了最近房地产信托基金管理相关的专业文献和目前行业的前沿理论和实践,结合不同房地产信托基金管理者的观点及作者本人25年在房地产信托基金方面积累的运作经验,为读者提供了坚实的理论和实践基础,为基金的投资决策和管理提供了引导。
	出版状态	
	现金流建模 边学边练	作者:基思·奥尔曼 译者:杨萍 谭璐 本书主要介绍了现金流模型的搭建方法和体系。不同于其他的金融建模书籍,本书专注于展现完整的系统性的模型搭建体系,介绍了一个完整的现金流模型的各个组成部分及搭建步骤。本书将概念介绍和模型创建完美地结合在一起,使读者在理解相关概念的同时,能够将所学概念应用到模型的创建中来。通过分步骤、有层次地、完整系统性地介绍和示范整个现金流模型的创建过程,本书达到了手把手教授 Excel 建模的最终目标。
	出版状态	

(续)

	书 名	书籍亮点
	华尔街证券分析 (原书第 2 版)	作者: 杰弗里 C. 胡克 译者: 林东 刘潇然 本书是证券分析领域的经典之作, 被众多评论者称为“当代的格雷厄姆”。本书可作为公募基金、私募股权投资基金、对冲基金、投资机构、投资银行及公司并购等领域人士的完美工具。本书为读者提供了一些经典的证券分析和商业估值案例分析。本书一些章节已被收录到 CFA 二级教材里, 作为证券估值相关内容的重要组成部分。本书作者杰弗里 C. 胡克是 CFA 持证人, 来中国做过很多次演讲, 与北京 CFA 协会长期保持着良好的互动关系。
	出版状态	
	预计 2016 年 11 月出版。	
	债券投资策略 (原书第 2 版)	作者: 安东尼·克里森兹 译者: 林东 本书作者安东尼·克里森兹是 PIMCO 公司的投资经理兼高级副总裁。本书向我们介绍了在投资组合中加入债券的方式和方法, 这些方法虽然简单, 却非常有效。本书还介绍了美联储下一步利率调控预测等相关内容, 提供了通过收益率曲线预测未来资本市场和经济走势的相关方法等。本书不只是单纯的理论介绍, 还包括了投资策略的应用和实践, 专注于实际应用是本书的亮点之一。
	出版状态	
	2016 年 1 月已出版。	
	债券组合投资	作者: 维尼尔·班萨利 译者: 刘乃郗 本书中太平洋资产管理公司的执行副总裁、投资组合经理维尼尔·班萨利分享了他在长期实业中进行投资组合管理所积累下的经验。他深入研究了固定收益投资中的所有内生风险因素, 包括收益率曲线变换、流动性风险、政府宏观政策等。作者依据长期的专业经验以及学术研究动态, 在本书中描述了许多少见却非常具有价值的洞见, 比如基于期权的估值, 测量流动性风险与压力, 资产筛选与风险因子, 建立最高水平、最新技术的宏观模型, 市场中的无效率, 跨市场联系, 收益与风险预测, 尾部风险测量与管理等。作者在书中向读者展示了关于风险管理的最新研究框架。尽管这本书的内容具有极高水平, 但是作者强调在进行实践比如时机测试或者市场波动性考量时, 要更加重视常识与常规方法。
	出版状态	
	2016 年 5 月已出版。	

(续)

	书 名	书 籍 亮 点
	并购指南： 如何发现好公司	作者：杰弗里 C. 胡克 译者：李必龙 刘潇然 本书围绕并购交易中的具体操作，分为五大部分具体展开。首先简述全球并购行业的背景，进而介绍如何寻找到合适的交易标的，之后呈现了对交易标的做出财务分析和并购估值的具体操作方法及各种方法的利弊，最后分析了交易过程中双方合并的节点、交易架构的设计和可能遇见的特殊情况。本书秉承胡克先生专著的一贯特点，以通俗活泼的语言介绍了大量务实、专业、系统的知识，并列举了翔实贴切的经典与最新案例，强调理论在实际操作中的应用。
	出版状态	
	2016年1月已出版。	
	证券化与结构 化融资：全流程 最佳实践指南	作者：马库斯·克雷布兹 译者：夏杨 蒋则沈 本书深入证券化业务生命周期各个环节的研究视角富有开创性，完整周密且注重实用。本书为各类致力于支持和促进证券化市场健康运行的市场参与者提供了富有价值的参考。
	出版状态	
	2016年9月已出版。	
	并购套利： 全球并购投资策略 (原书第2版)	作者：托马斯·柯克纳 译者：黄海东 并购套利，也被称为风险套利，本书是这个领域最有效和最权威的书籍。共包含三个部分，第一部分讲述套利的基本过程，第二部分讲述套利方法可能存在的缺陷，第三部分讲述一些实际问题的解决方案。如果你想获得并购套利和利润，这本书会帮你取得成功。
	出版状态	
	预计2017年出版。	

北京金融分析师协会  
(CFA Beijing Society)

## 译者序

### 配置的作用

1986年，格雷 P. 布林森 (Gary P. Brinson)、L. 兰道夫·胡德 (L. Randolph Hood)，以及吉尔伯特 L. 比鲍尔 (Gilbert L. Beebower) 首次从归因分析的角度检查了 91 只大型养老金在 1974~1983 年的业绩表现，试图找到决定组合绩效的关键因子。研究结果显示，资产配置可以解释组合 93.6% 的业绩表现。在其后的 30 多年中，有不少研究人员顺着这一思路继续研究资产配置对于投资组合业绩的影响作用，根据选择样本期间、研究方法以及市场环境的不同，得到的结论也略有不同。但学术研究及金融机构普遍形成的共识就是，资产配置是决定组合业绩表现的最重要因素。

中国的资产管理行业起步较晚，对于资产配置问题的研究也是伴随着中国资本市场的发展和完善而逐渐活跃起来的。最先开始理解资产配置的重要作用，并将其运用在实际投资管理中的，还是以机构投资者为主，包括主权投资基金、保险公司以及银行等。随着市场上可投资产品的日益丰富，不同资产的风

险收益特征日益复杂，投资人的选择和管理方式也面临着巨大挑战。本书无论从理论研究，还是从实践操作层面，对目前中国市场投资人都有重要的参考意义。

## 多资产投资实践

多资产投资是一个内涵丰富、外延广阔的概念。它涵盖了不同市场、不同资产类别、不同投资期限对于投资的影响，也包括涉及多资产投资的风险控制、组织架构建设以及商业推广等。本书尽可能全面而深入地分析了以上这些内容。本书的作者有着丰富的多资产投资管理经验，并且经历过各个资本市场不同的牛熊周期，既服务过大型的机构投资人，包括主权基金、保险公司、养老金等，也服务过普通的个人投资者。

从多资产投资延伸出来的策略种类繁多，不过基本可以统称为多资产策略。这一策略最早由全球领先的资产管理公司推出，拥有坚实的理论基础和实践运用。在金融危机之后，资本市场的投资人越来越多地注意到，单一股票或者债券策略的组合已经无法满足客户的需求，传统的组合策略，比如60/40组合、被动组合、目标风险/日期组合等，在应对多变的市场环境方面，也无法做到令人满意。现实需求推动了多资产策略的迅速发展。对于多资产策略，从字面上理解，是包含多类资产的投资组合策略。相比传统的股票/债券组合，多资产策略最明显的特点是包含的资产种类更多、涉及的市场范围更广。典型的多资产策略中除了股票、债券之外，还包括商品、不动产、私募股权、私募债券等另类投资。多种资产组合在一起，一方面确实有效提高了组合应对系统性风险的能力，但是另一方面，却又对资产管理人的专业能力提出了巨大的挑战。毕竟，没有人可以同时深刻了解所有的资产类别。此外，当前金融市场发展迅速，市场环境持续变化，新的投资工具和投资理论层出不穷，每个资产类别的风险收益特点也需要重新定义。

本书重新回顾并检查了目前的多资产策略和观点，运用详尽的数据和扎实的数理分析，对长期流行的多资产策略提出了挑战和质疑，并且根据丰富的理论研究和行之有效的实践运用，给出了全新的多资产策略解决方案，为

多资产策略的构建提供了令人耳目一新的见解。在本书中，作者讨论了传统多资产理论的缺陷，重新定义了阿尔法和贝塔，并提出应该以全新的视角来看待主动型策略和被动型策略的优劣势。在配置方面，作者认为传统上按照资产类别来进行配置会导致风险的重叠和低效，而应该按照敞口类别来配置，这样可以显著提高配置效率，并且有利于整体风险控制框架的搭建。在以上分析的基础之上，结合多年的实践经验，作者提出了全新的多资产解决方案。

## 多资产投资中的风险管理

伴随现代金融市场的快速发展，金融理论日新月异。在构成整个金融市场的理论基石中，至关重要的仍然是风险和收益的匹配。所有的回报都伴随着风险，不存在无风险套利的机会，这可以看作当代金融市场的基石。所有投资人的工作都可以归结为在可承受的风险范围内追求尽可能高的回报/效用。本书中认为风险的内涵既包括了投资期末未能达到预期回报的风险，也包括了投资期内组合表现突破既定阈值的风险。于是，我们需要重新审视对于风险的定义，以及导致风险的不同因子，并进而制定具有针对性的风险控制策略。在本书中，作者重点分析了如何管理投资过程中出现的尾部风险，并且提出，对于投资人而言，投资期内的风险甚至比投资期末的风险更为重要。因此，全面而有效的风险认识体系和管理体系，是决定多资产策略成功与否的关键。作者提出了一套综合风险评估方法，既能够管理投资期内的回撤风险，也能够有预见性地控制投资期末回报未达预期的风险。这两个风险的合计，才应该是投资面对的“真正风险”。

中国的金融市场虽然起步较晚，但是发展迅速，目前中国的资本市场在全球金融市场中已经起到了举足轻重的作用。尽管长期以来中国市场与国际市场仍然存在割裂，但是大类资产的风险特征仍然具有共性。此外，国内投资者对于投资风险的认识和理解还处在相对初级的阶段，监管环境和市场结构的不同又对投资人的风险控制能力提出了更高和更有针对性的要求。本书深入分析了各类资产的风险特征，并且重新设计了针对不同投资人和资产类



别的风险控制措施，对于国内的投资人具有很强的借鉴意义。

## 多资产投资的商业实践

多资产投资的业务模式具有创新性，全球各地的管理人也在不断尝试设计并推广不同的多资产产品，应对变化万千的市场环境，满足客户的不同需求。正是由于多资产业务的复杂性，这就要求资产管理人重新调整内外部资源的配置，设计合理有效的组织架构，以适应多资产投资的实际需求。本书作者分析了目前市面上主流的多资产策略及其管理人内部架构，总结出能够成功提供多资产投资服务的一系列特征。这对于我国境内的资产管理公司有着重要的借鉴意义。

我于2014年初步接触多资产投资的概念，彼时我正在境内一家大型保险公司从事保险资金海外投资工作。作为保险公司资产管理人，在日常投资实践中，考虑最多的问题就是如何进行资产配置、管理多种资产类别的投资组合、应对不同市场环境的变化并控制风险，进而创造回报。本书从不同维度解答并延伸了上述这些要点，有针对性地解决了机构投资人在管理大规模资金时所面临的问题。此外，随着国民财富的整体上升，对于个人投资者而言，如何配置财富、如何甄别投资机会、如何控制投资风险，这些问题也是在个人投资中需要认真思考总结的。本书在这一方面能够给机构投资人和个人投资者提供有用的借鉴。

最后，感谢CFA北京协会给予的机会，让我得以翻译本书，并在此过程中充实自己的知识，提高对于投资的理解。感谢机械工业出版社华章公司的刘新艳老师以及本书作者之一李兵老师，在译稿校验和出版过程中给予的大力帮助。翻译、校验过程历时接近1年，在这期间得到了我妻子的大力支持，在此由衷感谢。

是为序。

胡超

2017年3月29日