

南 閩 大 學

金融學本科教材系列

# 另類投資

曹 華 主 編



廈門大學出版社 國家一級出版社  
XIAMEN UNIVERSITY PRESS 全國百佳圖書出版單位

014039274

F830.59-43  
73

南開大學

金融學本科教材系列

# 另類投資

曹華 主編



北航



廈門大學出版社  
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

國家一級出版社  
全國百佳圖書出版單位

F830.59-43  
73

图书在版编目(CIP)数据

另类投资/曹华主编. —厦门:厦门大学出版社,2014.4  
(南开大学金融学本科教材系列)

ISBN 978-7-5615-4545-4

I. ①另… II. ①曹… III. ①投资-高等学校-教材 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 015147 号

厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

<http://www.xmupress.com>

[xmup@xmupress.com](mailto:xmup@xmupress.com)

厦门市金凯龙印刷有限公司印刷

2014 年 4 月第 1 版 2014 年 4 月第 1 次印刷

开本:720×970 1/16 印张:20.75 插页:2

字数:365 千字 印数:1~3 000 册

定价:36.00 元



北航

C1726708

书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

# 前言

另类投资(alternative investment)泛指在股票、债券、期货等通过公共交易平台操作的投资以外的所有投资,投资形式十分复杂。投资领域涉及房地产、矿业、私募股权、杠杆并购、基金的基金等。另类投资又被称作替代投资或非主流投资,近年来出现爆炸性增长。究其原因,火爆的全球房地产业使得物业投资始终作为另类投资的一个主攻方向,矿业过去在另类投资中所占比重不大,随着能源、大宗商品价格的飙升,也成为部分另类基金的主营业务之一。全球流动性的泛滥以及投资者降低的风险意识也是另类投资崛起的重要原因,过多的资金追逐有限的资产,将债券市场、股票市场估值拉高,公共交易平台上价值低估的品种越来越难发现,资金于是寻求另类的机会。同时,另类投资基金高额的年均回报率,吸引了大量机构投资者的进入,使得另类投资规模近十年获得空前发展,由欧美向亚洲渗透,中国日益活跃的私募股权投资、艺术品交易即是例证。

但目前在国内缺乏系统介绍另类投资的专门教材,本书的编写和出版试图填补这一空缺。本书的特点体现为:

## 一、内容全面,重点突出

本书重点介绍有别于权益投资、债券投资等传统投资的几种主要的另类投资方式,包括近年来非常盛行的不动产投资、私募股权投资、风险投资、对冲基金、大宗商品投资,也介绍诸如天气衍生品、碳排放权交易等新兴的另类投资、红酒、茶叶、艺术品交易等流行的另类商品投资。本教材的知识体系动态

地反映着全球投资行业不断发展变化的理论和实践。

通过本书的学习,可以使得读者熟悉近年来非常盛行的不动产投资、私募股权、风险投资、对冲基金等重要的另类投资的特征、特有风险、估值方法等。

## 二、自编教材与海外教材精要的浓缩

南开大学金融学科作为全国重点学科,从2008年起在全国率先推出系列创新课,另类投资教学逐渐成为金融学、金融工程方向教学体系的重要组成部分,在历经6年的教学实践中,在自编另类投资课程教材的基础上,跟踪另类投资领域的动态,及时地把国外该领域的最新研究成果融入到本书的编写过程中。同时,本书的编写参考了大量CFA(注册金融分析师)协会的资料,使得本书有关另类投资估值方法的介绍始终处于前沿水平。为启发读者思考,提高学习兴趣,书中还提供了大量的案例分析。

郭晓辉、别发文、贺明华、邓贵钦、王旭、周雷、李梦雨等为本书的写作付出了大量辛勤的劳动,郝祎萌、吴奕楠等同学在使用过程中,提出很多促使本书内容完善的建议,在此一并表示感谢。同时,衷心感谢厦门大学出版社宋文艳女士和吴兴友编辑在书稿的出版过程中给予的大力支持。

我们的写作目标是编写一本高水平的另类投资教材,力求使内容准确、前沿、完整,但由于另类投资涉及面广、专业性强、难度高,书中难免有不妥和疏漏之处,肯请读者批评和指正。

编者

2014年3月

# 目 录

第一章 另类投资概述	1
第一节 另类投资的内涵	1
一、投资的回报	1
二、另类投资	2
第二节 另类投资的特点及其与传统投资的区别	7
一、为何要进行另类投资	7
二、另类投资面临的风险	8
三、另类投资与传统投资的区别	8
第三节 另类投资的主要形式	12
一、不动产投资	12
二、私募股权	13
三、风险投资	14
四、对冲基金	15
五、大宗商品交易	16
六、其他的另类投资	17
第二章 不动产投资	21
第一节 不动产投资的形式和特征	21
一、不动产的内涵及特征	21
二、房地产投资的特性	22
三、不动产的投资回报	25
第二节 不动产投资的价值分析	26

一、影响不动产价格的因素	26
二、不动产估价方法	31
三、不动产投资价值评估工具	34
四、资本化率的估计	40
第三节 不动产投资的风险	46
一、不动产投资的风险及其特征	46
二、不动产投资的风险管理	48
第四节 房地产投资信托	50
一、房地产投资信托的类型	50
二、房地产投资信托的特性及收益的影响因素	52
三、REITs的全球发展	54
第五节 不动产融资领域的创新	56
一、不动产融资领域的创新	56
二、抵押贷款的创新	60
第三章 私募股权投资	79
第一节 私募股权投资概述	79
一、私募股权投资的概念	79
二、私募股权基金资金的来源和运用	87
三、私募股权投资在全球的发展	90
第二节 私募股权投资要点	95
一、私募股权投资流程概述	95
二、私募股权投资的一般程序	97
第三节 私募股权投资的形式	108
一、创业投资	108
二、收购基金	111
三、夹层融资	112
四、重振资本	113
五、上市后私募投资	114
第四节 私募股权投资收益	114
一、私募股权投资价值	114
二、私募股权基金的绩效测量	126
三、私募股权投资的退出机制	129
第五节 私募股权投资基金的风险	133

一、私募股权投资基金经营中的风险 .....	133
二、私募股权投资基金的内在风险控制机制 .....	134
三、私募股权投资基金的风险控制方法 .....	135
<b>第四章 风险投资</b> .....	<b>143</b>
<b>第一节 风险投资概述</b> .....	<b>143</b>
一、风险投资的定义、产生及发展 .....	143
二、创业企业的划分 .....	149
三、风险投资公司和风险投资有限合伙基金 .....	151
四、风险资金的来源 .....	153
<b>第二节 风险投资的运作</b> .....	<b>157</b>
一、风险投资的角色 .....	157
二、风险投资的交易流程 .....	158
三、风险投资的退出渠道 .....	159
<b>第三节 风险投资估值</b> .....	<b>160</b>
一、贴现现金流法 .....	160
二、期末价值贴现法 .....	162
三、实物期权法 .....	163
四、非上市公司的估值 .....	165
<b>第五章 对冲基金</b> .....	<b>183</b>
<b>第一节 对冲基金概述</b> .....	<b>183</b>
一、何谓对冲基金 .....	183
二、对冲基金的发展历史及趋势 .....	184
三、对冲基金的投资者 .....	185
四、对冲基金的特点 .....	186
五、对冲基金与共同基金的区别 .....	188
六、对冲基金与私募股权基金之间的区别 .....	189
七、对冲基金的类型 .....	190
<b>第二节 对冲基金的投资策略</b> .....	<b>191</b>
<b>第三节 对冲基金的风险</b> .....	<b>199</b>
一、对冲基金的市场表现 .....	199
二、对冲基金的独特风险 .....	201
<b>第四节 对冲基金在我国资本市场中的运作探析</b> .....	<b>203</b>
一、我国发展对冲基金面临的问题 .....	203



二、对冲基金在我国发展的实施对策 .....	204
三、我国发展对冲基金的意义 .....	204
第五节 对冲基金的绩效评价 .....	205
一、主要市场指数 .....	206
二、对冲基金指数 .....	207
第六节 对冲基金案例分析 .....	209
一、索罗斯对英镑的狙击 .....	209
二、1998 年对冲基金袭击香港 .....	212
三、英仕曼探路中国 .....	214
四、夸克：疯狂的对冲基金 .....	215
五、麦道夫欺诈案 .....	217
六、拉贾拉特南内幕交易案 .....	218
第六章 大宗商品投资 .....	221
第一节 大宗商品投资概述 .....	221
一、大宗商品的类型 .....	221
二、大宗商品资产特点 .....	221
三、大宗商品投资方法 .....	224
第二节 商品资产及商品期货 .....	225
一、商品资产价格概述 .....	225
二、利用期货的对冲策略 .....	226
三、商品期货定价 .....	230
四、期货价格与现货价格的关系 .....	232
五、投资组合中的大宗商品资产 .....	235
第三节 黄金投资 .....	236
一、黄金交易简介 .....	236
二、黄金投资优势 .....	239
三、黄金市场知识 .....	240
四、黄金市场投资方式 .....	243
五、黄金供求情况 .....	246
六、影响黄金价格的因素 .....	249
第四节 石油投资 .....	252
一、石油交易简介 .....	252
二、国际石油价格体系演变 .....	253

三、石油供求特征 .....	255
四、石油价格的确定及影响因素 .....	257
第七章 其他的另类投资 .....	261
第一节 流行的商品投资 .....	261
一、艺术品投资 .....	261
二、茶叶投资 .....	274
三、葡萄酒投资 .....	276
第二节 新兴的另类投资 .....	283
一、巨灾期权 .....	283
二、天气衍生品 .....	292
三、碳排放交易 .....	306

## 第一章

# 另类投资概述

## 第一节 另类投资的内涵

### 一、投资的回报

个人和组织有多种途径获得投资回报。但是,不存在对所有人而言都是最佳选择的投资。因对资金安全性的要求、回报实现的可能性、投资期的长短以及个人偏好的不同,投资者需求千差万别。但一切投资的目的是为了获取某种形式的回报,对投资项目进行比较的最佳方法是确定投资的回报指标。

按照回报的来源,回报指标可区分为:

#### (一) 收益(income)

收益是指一项投资的货币回报。如储蓄账户、企业债券、市政债券、国库券等所带来的利息收入。其优点是属于固定收益,并且其流动性强,遇到紧急事件时容易将其变现。缺点是一旦遇到通货膨胀其货币的价值就会降低。

#### (二) 升值(appreciation)

升值是指投资价值的被动增加,是由资源稀缺和价格上涨造成的。如黄金、珠宝、家具、画作等艺术品、古董和其他收藏品等的升值。其优点是具有相对较稳定的市场价值。缺点是此种投资具有较强的投机性,其货币形式的收

益增值也无法确定,并且流动性差,不易变现。另外,此类投资品的安全保卫工作会带来额外的费用。

### (三)价值收益(value gain)

价值收益是指主动的价值增加,依靠所有者或管理人员运用专业知识创造。如企业扩大营业范围、开发一片土地或购买股票。其优点是投资回报来自真实价值及由通货膨胀引起的货币价值的增加,不会遭受通货膨胀损失。

## 二、另类投资

### (一)另类投资的定义

另类投资(alternative investment),又称替代投资或非主流投资。它所代表的是有别于股票、债券及期货等传统以公开方式进行交易的一类资本或实物资产。包括投资基金、不动产、私募股权、对冲基金、大宗商品交易、衍生品投资等。这些是另类投资中主要的投资方式。

### (二)另类投资的回报

另类投资回报较高不是什么秘密。自1987年成立以来,黑石旗舰私人股权基金平均年回报为30.8%,税后并扣除管理费后为22.8%,远高过“非另类”基金的平均回报。黑石披露的文件显示,其管理的787亿美元资产,2006年投资净赚76亿美元,净收入高达26亿美元。767名员工(其中335名专业人员)平均每人创造财富330万美元,比在投资银行业执牛耳的高盛高出3倍有余,可见利润之丰厚。

### (三)另类投资的运作

陶冬(2007)指出另类投资运作的根本理念是:市场未必一定有效率,许多企业、项目的价格没有体现其内在价值,因而离公共交易平台越远,价格与价值之间的偏差可能越高。另类投资的重点便放在没有上市但具有包装潜力的企业和项目上,通过购买、重组、包装、套现,将收购的企业或项目的价值体现出来。

另类投资没有传统投资中的头寸限制,多采用杠杆操作,因为另类投资中包含了许多只需交纳少量保证金或权利金的衍生产品交易,这既增加了它的杀伤力又带来了巨大的风险,对所投资的标的的价格造成巨大影响,也放大了盈亏。加之另类投资的透明度一般较低,所以是一种风险性极高的投资方式。

#### (四) 另类投资的发展趋势

##### 1. 全球化

经济全球化促进了金融全球化,这不仅体现在传统证券市场中,也体现在蓬勃发展的另类投资领域。

在全球私募股权中,一半以上的资金来源和去向是北美,欧洲占25%,但越来越多的私募股权投资公司开始把目光投向发展中的东亚市场,如2006年,在我国私募股权投资基金市场,国外私募占据了大部分市场份额,筹资比例达到86.3%,而我国仅有4只私募,筹资规模也相对较小。

1994年,全球还只有美国、荷兰、澳大利亚等少数国家成立了房地产信托基金(REIT),而近年来房地产信托基金却在世界很多地方蓬勃发展起来。尤其是2000年以来,房地产信托基金在亚洲有了突破性的发展。截至2006年11月30日,日本已有逾70家REIT基金,并有23家REIT在东京和大阪交易上市,总市值逾220亿美元,5年来已扩大1倍;截至2006年1月,新加坡交易所已有REIT上市交易,总市值达到58亿美元,成为仅次于日本的亚洲第二大房地产信托基金市场。

##### 2. 专业化

另类投资对于投资管理人的要求逐步提高。由于市场中存在大量资金寻求投资机会,因而对于缺少技术壁垒的投资机会,超额收益在后续资金的进入下迅速消失。另类投资之所以能够长时间地保持较高的收益水平,正是由于投资管理人具备专业技术,能够在专业化的领域获得投资收益。例如艺术品投资对专业知识、把握行业规律、跟踪市场信息、投资经验的要求非常高,一般要通过拍卖的形式转让,流通性较差,对于保管、存放也有很高的要求,因此,在以前多由有这方面爱好的个人进行零散的投资。随着另类投资的发展,成立了很多专门的投资基金,如共同基金专家理财一样,呈现专业化发展的趋势。

##### 3. 平民化

很多另类投资方式,不仅由于对专业知识的要求较高,普通投资者难以进入,而且另类投资的总额大、流通性较弱,使这些投资方式成为富人的游戏,平民很难进入。但是随着另类投资进一步发展,特别是引入基金这一组织形式之后,使得很多个人投资者可以投入其中,扩大了另类投资的资金来源和投资者群体,呈现平民化趋势。

#### (五) 当前我国另类投资发展状况

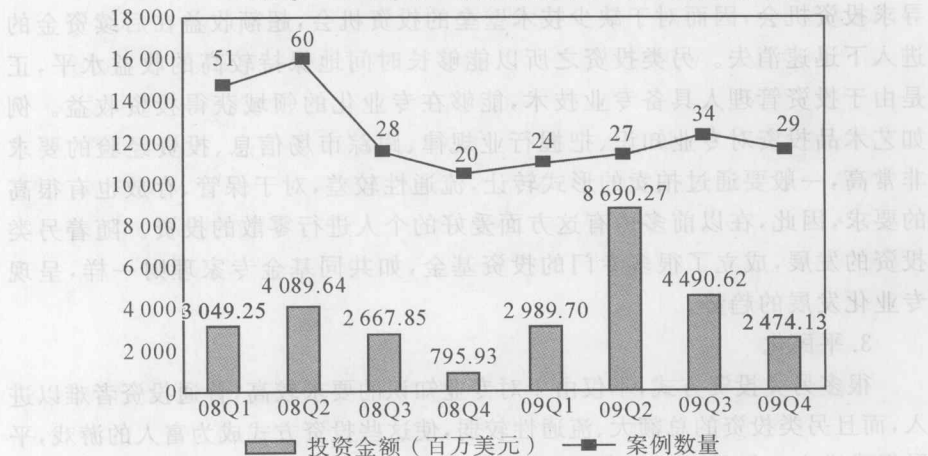
随着我国经济快速发展,中小企业对多元化的直接融资工具产生巨大需

求。这一需求为风险投资、私募股权投资等另类投资发展提供了强大的推动力和巨大的市场空间。另外,目前我国快速增长的国民财富迫切需要理财、投资,实现家庭资产的保值增值。但是我国主要投资方式局限在股票市场和债券市场,并不能满足家庭储蓄的保值增值需求。在以上两方面需求的推动下,股权投资、房地产、艺术品、黄金等市场都得到了一定程度的发展。

中国股权资本市场经历十几年发展,已初具规模,成为我国另类投资领域发展最成熟的市场。统计数据显示,2009年,中国私募股权投资市场延续了2008年的发展趋势,投资案例数量继续下降。其中,披露投资案例11起,同比下降28.3%;投资金额186.45亿美元,同比上升75.8%;平均单笔投资金额为1.64亿美元,同比上升145.3%,从2009年年内分析,投资数量和金额分别在第三和第二季度案例数量达到年内最高值(见图1-1)。

据统计,2009年中国私募股权投资市场114起案例涉及16个行业。其中制造业、能源行业投资案例数量最多,金融房地产和医疗健康等行业次之。从投资金额角度分析,金融、连锁经营、能源、食品饮料和制造业的投资金额较高,均超过10亿元人民币。见表1-1。

2008Q1—2009Q4中国私募股权投资市场季度投资规模



资料来源:www.ChinaVenture.com.cn

图 1-1 2008Q1—2009Q4 中国私募股权投资市场投资规模

表 1-1 2009 年中国私募股权投资市场各行业投资规模

金额单位:百万美元

行 业	案例数量	投资金额	平均单笔投资金额
制造业	30	1 041.52	34.72
能源	13	1 546.21	118.94
金融	9	9 988.42	1 109.82
房地产	9	584.41	64.93
医疗健康	9	441.13	49.01
连锁经营	8	2 625.18	328.15
食品饮料	8	1 266.66	158.33
农林牧渔	7	129.90	18.56
IT	5	111.59	22.32
互联网	3	237.15	79.05
传媒娱乐	3	157.84	52.61
化学工业	3	35.91	11.97
汽车行业	2	379.81	189.90
物流	2	44.87	22.43
电信及增值	2	14.12	7.06
教育行业	1	40.00	40.00
总计	114	18 644.72	163.55

资料来源:www.ChinaVenture.com.cn

房地产信托投资在我国刚起步,且在我国有广阔的发展前景。2013 年年末全国房地产开发和消费贷款余额逾 14.6 万亿元,房地产信托投资还不足房地产贷款的千分之七,不足全国银行资产的万分之五。与美国房地产信托投资占房屋抵押贷款资产 18.8% 相比,更显示出我国房地产信托投资有很大的发展空间。2004 年全国共发行各类房地产信托产品 89 个,占全年信托产品发行总量的 22.47%,发行金额 110.8 亿元,占全年信托产品发行金额总量的 29.18%。2005 年快速步入抬头时期,截止到 2005 年 12 月 31 日,集合资金信托市场共发行房地产信托 121 只,募集资金规模 157.27 亿元,绝对额大幅增加了 35.1 亿元,分别较上年同期增长 11% 和 28.73%。其产品发行数量和

规模均为信托行业自 2002 年重新登记以来的最高峰值。2006 年房地产信托发展规模继续增大,2006 年第一季度共有 28 家信托公司发行并公布了 80 个信托基金,实际募集资金总计 85.3 亿元,其中房地产投资基金所占比重为 55.1%,对比 2005 年第四季度增长了约 14.8%。房地产信托已逐渐为国内的开发商所认识和接受。

目前,我国房地产信托投资主要通过房地产信托产品形式,作为开发商重要的融资方式。因合法合规、政策灵活、手段多样、量身打造等特点,开发商也愿意给信托投资者以较高的回报,以获得足够的开发资金,建立起稳定、多元融资渠道,其模式主要包括:房地产股权投资信托融资模式、股权证劵化信托融资模式、混合信托融资模式、财产信托融资模式、债权信托融资模式等。

我国作为拥有五千年文明历史的古国,存在丰富多彩的文化遗产,包括书画、陶瓷、家具、钱币等,这些都具有巨大收藏价值和经济价值。艺术品投资随着国内居民财富快速增长,特别是在富裕家庭群体扩大的背景下,规模迅速扩大。在艺术品投资的一级市场上,国内画廊数量不断增长。二级市场上,艺术品拍卖公司有 1 000 多个,艺术品专场数和艺术品拍卖成交总额不断提高,其中,2004 年全国艺术品拍卖成交总额 69.8 亿元,2005 年则近 149.95 亿元,2000—2007 年数据见表 1-2。

表 1-2 2000—2007 年中国艺术品拍卖成交表

时间	艺术品专场	成交额(亿元)
2000	69	9.5
2001	102	12.1
2002	155	17.5
2003	182	25.2
2004	406	69.8
2005	599	149.95
2006	684	150
2007	771	200

资料来源:巴曙松等.2008 年中国基金与资产管理行业发展报告.中信出版社,2008

自我国黄金市场初步开放至今的 20 多年间,中国已跃升为世界最大的黄金生产国和第二大黄金消费国。2008 年,我国黄金消费量高达 432.1 吨,同



比增长 18%，其中仅内地就消费 395.6 吨，同步增长 21%；占世界黄金消费总量的近 10%，居世界第二位。以上海黄金交易所为例，作为我国唯一的黄金场内交易所，2005 年该所年黄金交易量突破 900 吨，交易金额首次突破 1 000 亿元人民币。但与世界上最大的黄金市场——伦敦黄金交易市场相比，上海黄金交易所的交易量不足其 1%，2005 年伦敦黄金交易市场的日均结算额高达 73.83 亿美元。而到 2008 年年底，上海黄金交易所年成交黄金 4 220.7 吨，成交金额 8 229 亿元，分别比上年同期增长 134.19% 和 164.15%，稳居全球黄金现货交易量第一的场内市场地位。

2008 年 1 月 9 日，我国黄金期货在上海期货交易所正式开始交易。黄金期货的推出有利于进一步完善黄金市场体系和价格形成机制，形成现货市场、远期交易市场与期货市场相互促进、共同发展的局面。黄金市场的成熟将有效促进黄金投资需求的增长和黄金投资市场的发展。

## 第二节 另类投资的特点及其与传统投资的 区别

### 一、为何要进行另类投资

#### (一) 多元化以减低风险

另类投资产品可帮助降低风险，因为投资可分散于各种类的投资工具。相对于共同基金而言，另类投资基金大多数持有领域更广阔的潜力投资产品。以对冲基金为例，它可买入低流通仓盘、受限制股票和债务、衍生期权以及卖空股票。

Schneeweis, Thomas 和 Richard Spurgin(1997)认为与传统的投资股票和债券的共同基金经理相比，对冲基金及商品交易顾问拥有不同的交易模式或风格(比如进行长短仓或杠杆买卖)和交易机会(比如商品和货币市场)。他们分析可能影响价格走势(上涨或下跌)的因素并掌握相对回报变动从而获益。

#### (二) 相关关系

很多另类投资与大市和传统模式投资走向有极弱的相关性，甚至成反方向的关联。Schneeweis, Thomas 和 Richard Spurgin(1997)指出对冲基金