

金融投资 风格与策略

Investment Styles and Strategies

(第二版)

主编/杨朝军



金融投资风格与策略

(第二版)

主编 杨朝军

编委 施大洋 杨玮沁

王 昆 沈 科



中国金融出版社

责任编辑：亓霞 张清民

责任校对：孙蕊

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

金融投资风格与策略 (Jinrong Touzi Fengge yu Celüe) / 杨朝军主编. —2 版. —北京: 中国金融出版社, 2015. 2

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7827 - 1

I. ①金… II. ①杨… III. ①金融投资—研究 IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 023994 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 27

字数 471 千

版次 2015 年 2 月第 2 版

印次 2015 年 2 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7827 - 1/F. 7387

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

前 ／ 言

迈入 21 世纪，全球金融市场呈现明显的证券化发展趋势，机构投资者迅速崛起为资本市场的最主要投资力量：在世纪之交，美国仅公共上市投资基金的资产就已超过了银行资产，此为金融发展史上的重要里程碑，宣告了投资新世纪的到来。可以确信，21 世纪将是金融投资的时代，金融投资将成为世界经济运行格局的主导力量。在金融证券化、投资机构化的潮流中，大规模资本投资管理问题成为金融理论与实践中的令人关注的焦点，对其理论与实践技术的分析系统也成为资本市场的迫切需要。

20 世纪 50 年代金融投资理论领域的革命性发展，始于马柯维茨的资产组合理论，而证券市场在现代市场经济体系中的作用迅速上升，在实践中大大地促进了对现代投资理论的需求，在马柯维茨、夏普、米勒、布莱克、莫顿和法玛等金融投资学者的努力下，现代金融投资学成为半个世纪以来最活跃的领域，而现代金融投资理论和实践的結合与互相推进则改变了世界经济运行的轨迹与能级。资产组合理论的形成虽然在 70 年代，但真正全面渗入实践中运用却是 90 年代的事情。在金融证券化趋势下，大规模组合投资产业蓬勃兴起，现代金融投资理论的诸多概念转化为实践中的分析技术与策略，资产管理理论与实践技术万花盛开，迅速从零星的概念、定理发展成一套相对比较完整的体系。特别是进入 20 世纪 90 年代中期，随着美欧股票市场的繁荣兴旺，在市场非有效与存在市场异常的理论研究支持下，股票“投资风格 (Investment Style)” 迅速兴起。所谓“投资风格”，是指投资管理者（或公司）将股票投资组合限制在与某一市场异常相对应的子市场中的一种新生投资哲学与方法，它在短短的十年中已经成为区分共同基金的重要特质之一。

大规模投资活动和小额中、小散户投资活动有本质的区别，这就是“组合投资”理论所能发挥力量的地方。从整个规模投资管理过程来看，“组合投资”涵盖了两个不同层次的组合操作思想。首先，在资产类别层次上的资产配置决策，投资管理必须把各种金融资产纳入自己的选择视野；其次，在某一主要资

产（如股票）类内，选择多只股票构成投资组合，而不是专投于一二只股票上，这不仅涉及预测能力，更易招致流动性风险。发达国家金融市场的实践表明，资产组合决策在金融投资管理中是十分重要的。布里森和辛格等人（Gary P. Brinson, Brian, Brian D. Singer and Gilbert L. Beebower）（1986）对投资组合管理过程中资产配置、市场时机选择和证券选择三个因素对美国主要养老金业绩贡献度进行的实证研究结果表明，在不同的证券组合回报率差异中，90%以上的绩效波动可由资产配置层次解释，表明资产组合投资管理决策是决定投资回报最重要的因素。

自1989年初在国内高校率先开授现代资产组合投资理论课程以来，我对现代金融投资理论体系的认识逐年提升，编著本书的欲望则始于世纪之交。2000年我在美国加州伯克利大学（UC Berkeley）和斯坦福大学访问研究时，搜寻了几乎全美的相关图书，没有找到一本系统的作品，也调研了美国在这一领域诸多著名的公司，如Merrill Lynch, Russell, Barclays和Barra等。可以说，美国至今在此领域亦尚未形成完整、系统的理论与实践技术体系。因此，对于生活在金融市场发展相对落后的国家中的我来说，要编著这样一本书的难度是很大的。金融投资管理是一个理论与实践紧密结合的领域，不仅需要基础理论知识，还需要实践的悟性与经验。可以说“在金融投资领域，追求真理与追求金钱是一致的”。因此，写作本书对我也是一个挑战，这迫使我在5年的时间里不断地反思验证自己的投资经验与认识。至今，我们的心血终于有了一个阶段性成果。可以说，书中许多总结归纳、逻辑关系、概念与定义，均由我们自己的“悟性”而出，如有错误，自承责任。

目前我国金融资产组合投资管理的书籍倾向于理论背景研究，对于实际应用层面涉及较少，本书正是出于理论与实际应用有机结合的角度，在充分的理论背景前提下揭示了投资组合理论与各种投资风格与策略管理方法实际应用的相互关系。

在本书的写作与出版过程中，得到中国工商银行行长姜建清博士的关心、鼓励和支持，作者谨表示衷心的感谢。本书也集中包含了诸多朋友和博士研究生的贡献。他们是：丁专鑫博士（美国投资管理公司 Nicholas Applegate Capital Management Co.）、刘波博士（美国 Rutgers 大学），苏罡博士（申银万国证券有限公司固定收益总部总经理），宋伟先生（上海恒银投资集团公司董事长），姚亚伟博士等，在此一并表示感谢。

杨朝军

2005年2月

再版前言

本书作为金融专业教材与投资爱好者自学读本，自第一版出版至今，历经近十年，再出第二版，不仅因为世界金融市场日新月异，更因为中国金融市场突飞猛进。

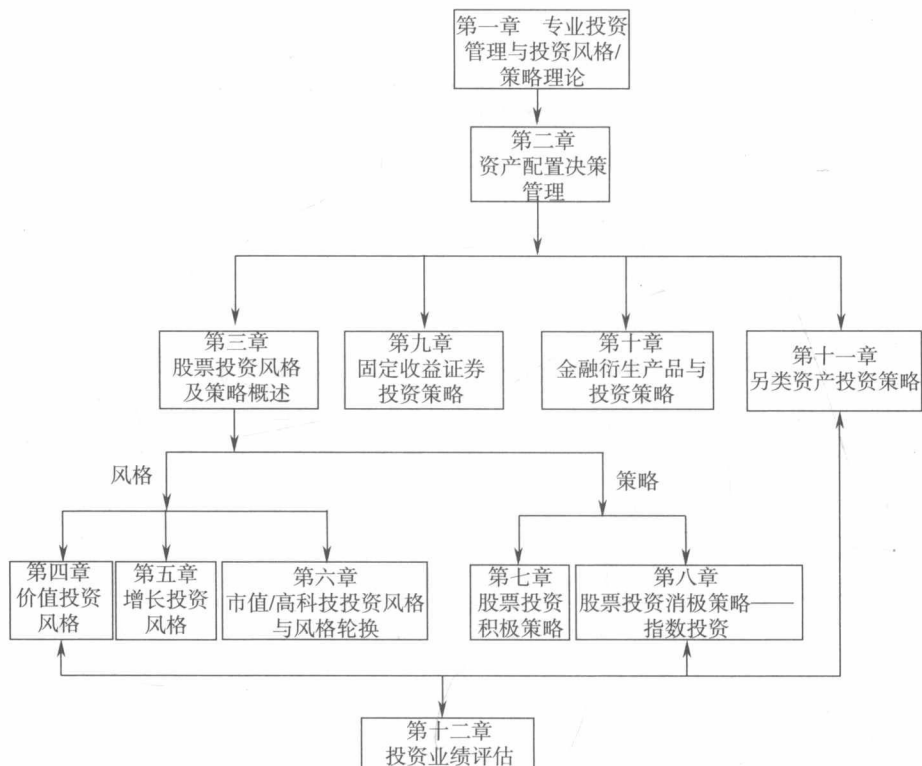
作者认为，1990~2010年中国的经济金融化大潮已演进为今日的金融证券化新潮。2010年是中国金融证券化之元年，其标志是中国资本市场的三大创新：第一，在宏观市场创新层面，中国创业板开出；第二，在中观交易机制创新层面，中国股票市场引入买空卖空信用交易机制；第三，在微观产品创新层面，中国股票市场推出了股指期货这一最主要的金融衍生产品。这一趋势将主导未来二十年中国金融发展的方向。就整个金融市场视角而言，利率/汇率管制放松，金融自由化发展改革将是这一波新潮的主要促进力量。可以确信，中国证券市场资本市值及其规模指标在2020年将位于世界前茅。

始于2007年的美国次贷危机扩散成全球金融危机，现代金融理论（包括MPT、CAPM、EMH等）在很多地方存在问题，如现代金融理论体系中将收益率方差作为风险测度指标值得再研究，而整个现代金融理论只需要价格时间序列一个输入变量，更使其脱离基础地面而浮于空气之中，等等。诸多方面相信会在此次金融危机后促使金融专业人士深刻反思，而本书中有较多的实战风格/策略其所依据的理论实际上与现代金融理论在某些方面相背离甚至对立。

本版最大的改变在于增加了“另类资产投资策略”一章，这是基于21世纪以来金融投资大类日趋扩张，对人们的投资活动及视野影响日盛，因此，需加强对这一领域的学习。

杨朝军

2014年8月25日



全书逻辑结构关系图

目 录

第一章 专业投资管理与投资风格/策略理论	1
第一节 金融证券化和投资机构化	1
第二节 投资管理公司	6
第三节 金融理论与投资风格和策略的关系	12
第四节 资产组合投资管理程序	22
第五节 资产组合管理分析维度及管理要点	25
附录 1 中国经济金融化和金融证券化发展	30
第二章 资产配置决策管理	37
第一节 资产配置决策概述	37
第二节 国家配置	42
第三节 资产配置	49
第四节 长期/短期资产配置	60
附录 2 资产配置理论最新发展模型——BL 模型	69
第三章 股票投资风格及策略概述	78
第一节 股票投资组合管理中的积极/消极战略	78
第二节 投资风格概览	82
第三节 投资风格鉴别技术与风格指数	94
第四节 投资策略概览	103

附录3 中国公募基金投资风格分析	108
第四章 价值投资风格	113
第一节 价值投资的理论基础与分析方法	113
第二节 价值型股票	121
第三节 价值投资实践运作	127
附录4 巴菲特成功的价值投资	138
第五章 增长投资风格	144
第一节 增长投资理论基础和分析方法	144
第二节 增长型股票	156
第三节 增长投资实践运作	159
第四节 价值投资与增长投资风格比较分析	164
第五节 价值投资与增长投资风格的市场周期	170
附录5 增长投资的魅力 (碧水源 300070)	178
第六章 市值/高科技投资风格与风格轮换	183
第一节 市值投资的理论基础	183
第二节 市值投资实践运作	191
第三节 高科技投资	195
第四节 风格轮换	204
第五节 主题投资策略	207
附录6 中国股市的“小市值”界定方法与实证研究	211
第七章 股票投资积极策略	216
第一节 行业配置策略	216
第二节 集中投资策略	224
第三节 趋势/反转投资策略	234
附录7 基于美林投资时钟的中国行业配置实证	241

第八章 股票投资消极策略——指数投资	247
第一节 指数投资理论与指数基金的发展	248
第二节 指数的选择	254
第三节 指数投资的评估方法	260
第四节 指数投资实践运作	262
第五节 交易所交易基金 (ETFs)	265
附录 8 中国指数基金发展现状	271
第九章 固定收益证券投资策略	275
第一节 债券的基本指标	276
第二节 债券投资消极管理策略	278
第三节 债券投资积极管理策略	284
第四节 期限结构模型在债券组合管理中的应用	292
第五节 货币市场投资策略	296
附录 9 中国固定收益市场	299
第十章 金融衍生产品与投资策略	305
第一节 买空/卖空策略在组合投资管理中的应用	305
第二节 金融期货在组合投资管理中的应用	311
第三节 期权在组合投资管理中的应用	315
第四节 投资组合保险	322
第五节 对冲基金投资策略	327
附录 10 对冲策略运作案例——香港金融立体战	336
第十一章 另类资产投资策略	342
第一节 不动产投资分析	342
第二节 黄金投资分析	351
第三节 钻石投资分析	364
第四节 书画艺术品投资分析	372
附录 11 “批租制”下中国房地产投资价值研究	381

第十二章	投资业绩评估	386
第一节	业绩归因评价	386
第二节	风险调整业绩评估方法	395
第三节	风格调整业绩评估方法	405
第四节	业绩分解与选股择时能力评估	406
第五节	业绩持续性评估	411
第六节	美国主要的基金评级标准	413
附录 12	中国基金评级	417

第一章 专业投资管理与投资风格/策略理论

第一节 金融证券化和投资机构化

20 世纪 50 年代，发达国家开始了被称为“经济金融化”的一系列金融变革。经济与金融互相渗透与融合，在“经济货币化”的范畴下对金融在现代经济中的地位和作用的研究受到限制，“经济金融化”理论随之产生。

在经济金融化过程中，金融关系在整体经济关系中不断扩散和渗透，主要表现在：社会财富日益金融资产化，多种虚拟金融资产（如存款凭证、权益、国债和保险单等）的比重不断加大，取代了以实物为主或以货币存款为主的财富持有形式；社会经济主体间的纽带更多为债权债务关系、股权股利关系和风险与保险关系等金融关系；金融作为经济资源对经济增长和经济发展的作用日益突出，促进了要素投入量和其他资源利用效率的提高，同时本身作为一个行业也直接对经济发展起到了举足轻重的作用；金融政策日益成为经济政策的核心，包括货币政策、汇率政策、国际收支政策、金融监管政策、金融发展战略等一系列政策，在调节产量、稳定物价、促进经济健康运行和持续发展等方面起到主导作用。

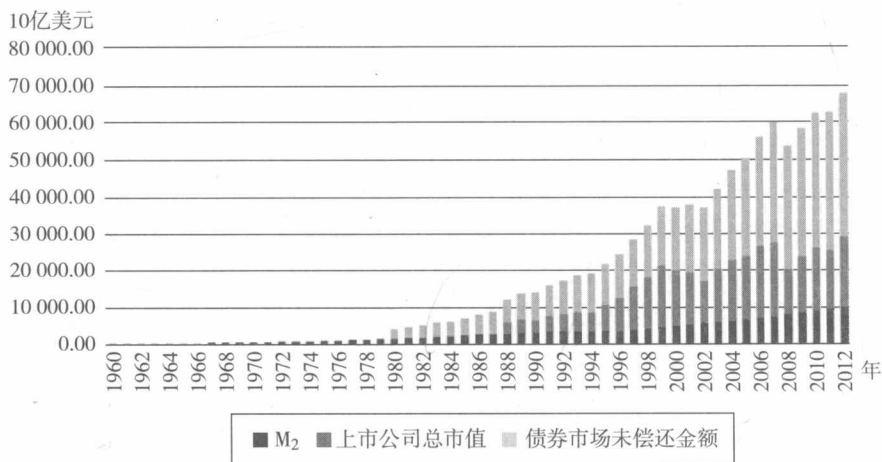
一、金融证券化

20 世纪 70 年代，世界金融市场呈现“金融证券化”（也称“脱媒”，Disintermediation）趋势，改变了传统的信用交易基础。企业的资金融通从主要依靠银行贷款发展到发行证券（如权益、债券、商业票据等）进行直接融资；居民储蓄结构也出现证券化倾向，储蓄存款开始流向证券投资。借款人和贷款人越来越多地通过直接融资实现资本转移，而不是仅通过银行的中介作用来确立债权和债务关系。金融证券化贯通了间接金融和直接金融，金融资产风险转移的直接化正是金融证券化的特色所在。

金融证券化具体表现在融资方式证券化和资产证券化两个方面。一是现代企业对资金的需求量大，期限长，在以银行借贷为主的间接金融中，债权

债务关系和借贷期限固定，契约关系风险大，而证券市场能够实现把投资者的闲散资金转化为长期的生产资本，使企业在短时间内迅速筹集巨额资本进行大规模投资以扩张规模。据统计，1993~1998年，国际银行信贷融资净额从2 000亿美元降至1 150亿美元，而同期国际证券融资净额却从1 949亿美元猛增到6 703亿美元。二是银行等金融机构在经营过程中引入了资产证券化创新，即将住房按揭贷款、汽车抵押贷款等缺乏流动性但具有未来现金流收入的信贷资产集中起来，通过结构性重组转变为可在金融市场出售和流通的有价证券。在资产证券化趋势下，商业银行可以缩小资产和负债在期限和流动性方面的不匹配。

以美国金融证券化发展为例（见图1-1）。



数据来源：根据美联储、美国证券业及金融市场协会、世界银行数据整理（美国证券业及金融市场协会没有提供1980年以前美国债券市场余额的数据，世界银行没有提供1988年以前美国上市公司总市值的数据）。

图 1-1 美国金融证券化发展

二、投资主体地位

自20世纪90年代初以来，国际金融市场上最重要的转变就是越来越多的个人投资者将资产组合交给专业投资经理管理，使发达国家和正在逐步壮大的发展中国家的证券市场的投资主体被相对数量较少的投资管理公司占据。全美最大的300家机构投资者的总资产从1975年占GDP的30%（5 350亿美元）增长到1993年占GDP的110%（7.2万亿美元）。同样的增长趋势在其他主要工业国家也能得到体现：从1980年开始到1993年，五

个主要工业国家的机构投资者管理的资产已增长了400%。

从表1-1中可见,1993年五个主要工业国家的养老基金、保险公司和共同基金管理的资产已经接近13万亿美元,而同年全球股票市场的资本总额仅为14.1万亿美元,七个主要工业国家发行在外的政府债券为9万亿美元。其中美国的优势明显,至今美国的投资管理公司仍然控制着最大比例的资产份额,1993年美国的养老基金、保险公司和共同基金管理着超过8万亿美元的资产。

表1-1 五个主要工业国家投资管理公司的资产规模

单位:10亿美元

年 份	1980	1988	1990	1991	1992	1993
养老基金						
加拿大	43.3	131.3	171.8	188.4	191.7	—
德国	17.2	41.6	55.2	58.6	62.6	53.5
日本	24.3	134.1	158.8	182.3	191.9	—
英国	151.3	483.9	583.6	642.9	670.5	695.7
美国	667.7	1 919.2	2 257.3	3 070.9	3 334.3	3 571.4
人寿保险公司						
加拿大	36.8	85.5	106.1	118.1	131.8	132.7
德国	88.4	213.5	299.5	325.7	341.4	354.3
日本	124.6	734.6	946.9	1 113.7	1 214.8	1 476.5
英国	145.7	358.9	447.9	516.7	574.7	619.3
美国	464.2	1 162.7	1 367.4	1 505.3	1 624.5	1 784.9
非人寿保险公司						
加拿大	9.2	22.7	26.8	23.3	—	—
德国	36.7	87.6	126.3	127.4	187.9	198.8
日本	34.6	156.1	190.3	215.5	218.5	167.9
英国	31.3	72.2	85.2	89.6	95.6	97.1
美国	182.1	453.9	529.2	591.6	628.7	640.8
共同基金						
加拿大	3.9	17.5	21.5	43.2	52.9	86.7
德国	22.4	99.9	145.5	166.2	171.6	205.2
日本	60.8	433.9	353.5	323.9	346.9	448.7
英国	16.8	76.7	91.5	104.4	91.2	141.3
美国	292.9	810.3	1 066.9	1 348.2	1 595.4	2 011.3
合计						
加拿大	93.2	257.0	326.2	373.0	376.4	—
德国	164.7	442.6	626.5	677.9	763.5	811.8
日本	244.3	1 458.7	1 649.5	1 835.4	1 972.1	—
英国	345.1	991.7	1 208.2	1 353.6	1 432.0	1 553.4
美国	1 606.9	4 316.1	5 220.8	6 516.0	7 182.9	8 008.4

续表

年 份	1980	1988	1990	1991	1992	1993
占 GDP (%)						
加拿大	35.2	52.2	56.8	63.3	66.1	—
德国	20.3	37.1	41.7	42.7	42.7	47.4
日本	23.1	50.3	56.3	54.8	53.8	—
英国	64.1	118.3	123.5	133.8	137.1	165.3
美国	59.3	88.1	94.5	113.9	119.0	125.6

三、共同基金的概况

1. 共同基金资产规模不断膨胀

从世界范围来看,1990 年全球开放式投资基金净资产余额为 23 554 亿美元,短短 5 年便激增 126.7%。而同期,全球开放式基金管理的资产由 5.4 万亿美元增长到 12 万亿美元,年均增长速度为 17.96%。目前,全球开放式基金资产规模已达同期全球主要权益市场总市值的 1/3。由于“开放”的特性以及高质量、高透明度的信息披露,开放式投资基金已经逐渐成为世界投资基金业的主流。在表 1-2 中反映出这种势不可当的增长势头,从中还可以看出美国在全球开放式基金业中的绝对优势。

表 1-2 全球开放式基金资产分布 (1995 ~ 2002 年) 单位:百万美元

年份 国家/地区	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
加拿大	107 812	154 529	197 985	213 451	269 825	287 783	267 863	248 979
法国	519 376	534 145	495 774	626 154	656 132	686 569	713 378	845 147
中国香港	33 695	41 017	58 456	98 767	182 265	222 963	170 073	164 322
印度	10 107	9 717	9 353	8 685	13 065	12 963	13 490	—
俄罗斯	—	6	41	29	177	245	297	372
中国台湾	4 388	8 351	12 365	20 310	31 153	38 896	49 742	62 153
美国以外国家/地区总计	2 574 727	2 816 365	2 769 684	3 143 056	4 569 879	4 883 413	4 676 359	4 828 586
美国	2 811 484	3 526 270	4 468 201	5 525 209	6 846 339	7 269 120	6 974 976	6 391 571
美国所占比重 (%)	52.2	55.6	61.7	63.7	60.0	59.8	59.9	57.0
全球总计	5 386 211	6 342 635	7 237 885	8 668 265	11 416 218	12 152 533	11 651 335	11 220 157

资料来源:美国投资管理公司协会网站 (www.ici.org)。

2. 共同基金资产与银行资产的比较

通过表 1-3 中共同基金资产与银行资产的比较, 可以看到共同基金成为未来全球核心金融投资机构的必然趋势。

表 1-3 共同基金成为美国核心金融机构的趋势 单位: 亿美元

年份	银行存款加银行发行投资基金的资产	非银行的权益、债券与货币市场基金资产
1973	6 820	460
1981	15 800	2 410
1990	34 500	10 600
1998	37 900	39 700

资料来源: 美国投资管理公司协会网站 (www.ici.org)。

四、投资主体的成因

1. 需要委托理财的资金数额不断增加

发达国家养老基金投资的发展演变说明, 投资管理公司逐步成为养老金市场的“主力军”。发达国家养老基金的投资基本上经过了两个阶段的发展历程。第一个阶段是 20 世纪 70 年代以前。由于第二次世界大战后资本主义国家经历了一个稳定发展的阶段, 经济持续稳定增长, 社会保障占财政支出的比重并不高, 养老基金承受的支付压力并不大, 其运营也未受到足够的重视。这一阶段养老基金投资的方式比较简单, 主要用于购买国债、保险和存入银行, 投资效益不高。第二个阶段是在 20 世纪 70 年代以后。在人口老龄化浪潮的冲击下, 现收现付制度、确定待遇 (DB) 的企业养老金计划都面临支付危机。在养老基金寻找保值增值途径的时候, 投资管理公司逐渐取代了银行、保险公司、信托公司等, 成为养老金市场的主力。

2. 投资管理公司形式满足市场需要

投资管理公司是投资行为职业化和社会化的机构, 在制度安排上具有两个明显优势: 首先, 投资管理公司资产的流动性高于银行存款, 并且能够沟通货币市场和资本市场, 在国内和国际权益市场、债券市场、货币市场上灵活地进行各种不同的资产组合, 巨大的投资选择空间能够满足投资者对收益—风险组合的多样化需求。其次, 它可以为投资者提供“量身定制”的家庭金融设计、“一站式”的全方位家庭理财增值服务快捷、方便, 并且高效、高质量地满足客户的个性需求。尤其是 20 世纪 90 年代, 发达国家为适应老龄化趋势推出了一系列养老金计划 (Pension Plan), 养老基金数量的激增带动了投资基金市场的高速扩张。早在 1998 年, 养老金账户持有的投资基金资产就高达 1.6 万亿美元, 占全部投资基金资产的 1/3。

投资管理公司具有如下功能：

功能之一：投资管理公司是社会发展进步、社会分工的客观需要，它所提供的专家理财能节约社会成本，提高社会效率。随着市场的成熟和衍生产品的发展，专业分工要求逐渐提高，使个人投资者由直接投资转变为委托投资管理公司间接投资，从寻找“好股票”转变为寻找“好的投资管理公司”。

功能之二：现代投资理论认为，分散投资可以降低组合的非系统性风险。通过资金的聚集，投资管理公司也必须进行分散化投资，在权益、债券、货币等各个子市场及其内部进行合理的资产组合，才能有效地消除可分散化风险。

功能之三：在全球经济一体化迅速加快的情况下，跨国投资已成为国际资本市场的重要内容。可以说，投资管理机构是境外投资者间接投资于异地证券市场的理想中介，投资管理不仅备受境外投资者的青睐，也正在日益成为世界各国或地区，尤其是发展中国家或地区吸引外资的重要途径之一。

第二节 投资管理公司

投资管理公司（Investment Company）是金融中介机构。通过从个人或机构投资者手中汇集资金并将这些资金投资于有潜力的、范围广泛的证券或其他金融资产，投资管理公司为投资者提供了一种联合协作获取丰厚投资利益的机制。

一、投资管理公司的主要形式

由于各国的历史、社会、经济、文化等环境不同，投资管理公司在发展的过程中呈现出各种各样的形态。世界各国的投资管理公司虽然形式多样，但仍然可以根据不同的标准对它们进行分类。美国《1940年投资公司法》（Investment Company Act of 1940）将投资管理公司分为单位投资信托与管理型投资管理公司两种类型。

1. 单位投资信托

单位投资信托（Unit Investment Trusts）是一种以信托方式进行非管理型组合投资的形式，不设董事会和投资经理人，只发行可赎回证券，每一个单位代表一种特定证券的未分割的利息。该类单位投资信托一般由发起人、受托人和持有人三方组成。信托的发起人通过购买一个证券资产组合并将其存入信托中，然后在公开市场上发行一定数量的被称为可赎回信托凭证的股