

THE ENDOWMENT MODEL OF INVESTING

马丁·L. 莱伯维茨 (Martin L. Leibowitz)
[美] 安东尼·波瓦 (Anthony Bova) 著
P. 布莱特·哈蒙德 (P. Brett Hammond)

束宇 陈卫炜 译 曹为实 校

追求长期回报

捐赠基金资产配置及投资模式



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

THE ENDOWMENT MODEL OF INVESTING

马丁·L. 莱伯维茨 (Martin L. Leibowitz)
[美] 安东尼·波瓦 (Anthony Bova) 著
P. 布莱特·哈蒙德 (P. Brett Hammond)

束宇 陈卫伟 译 曹为实 校

追求长期回报

捐赠基金资产配置及投资模式



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

北京市版权局著作权合同登记号 图字:01-2011-4362

图书在版编目(CIP)数据

追求长期回报:捐赠基金资产配置及投资模式/(美)莱伯维茨(Leibowitz, M. L.), (美)波瓦(Bova, A.), (美)哈蒙德(Hammond, P. B.)著;束宇,陈卫炜译. —北京:北京大学出版社, 2012. 5

ISBN 978-7-301-20559-4

I. ①追… II. ①莱… ②波… ③哈… ④束… ⑤陈… III. ①基金-投资-研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第076649号

Martin L. Leibowitz, Anthony Bova, P. Brett Hammond

The Endowment Model of Investing: Return, Risk, and Diversification, first edition

ISBN: 978-0-470-48176-9

Copyright © 2010 by Morgan Stanley. All rights reserved.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Published simultaneously in Canada.

All rights reserved. This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, without the permission of the Publisher.

书 名: 追求长期回报:捐赠基金资产配置及投资模式

著作责任者: [美]马丁·L. 莱伯维茨 安东尼·波瓦 P. 布莱特·哈蒙德 著

束宇 陈卫炜 译 曹为实 校

责任编辑: 刘京

标准书号: ISBN 978-7-301-20559-4/F·3164

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: em@pup.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 北京宏伟双华印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

730毫米×1020毫米 16开本 22印张 370千字

2012年5月第1版 2012年5月第1次印刷

印 数: 0001—3000册

定 价: 58.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

《追求长期回报： 捐赠基金资产配置及投资模式》

◀ 所获赞誉 ▶

“这是一本难得的好书——所有的首席投资官们都应将其列为自己的必读书目。以基于 β 系数的分析为基础,本书的几位作者开发出了一套目前来讲可以称得上是 21 世纪最尖端的投资管理方法,通过他们的理论可以最大限度地发挥多元化资产配置策略的力量。”

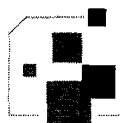
—Lyn Hutton, Commonfund 首席投资官

“任何一位考虑采取另类资产投资策略的基金发起人或投资经理都应该读这本书。本书作者证实了另类资产虽可能在短期内扩大一支基金的风险敞口,因为这些资产的压力 β 系数在市场发生危机的时候会出现上浮。但他们同时也发现,如果能够恰当地配置不同种类的另类资产,它们就能够为长期投资的效益最大化提供核心贡献。”

—Bruce I. Jacobs, Jacobs Levy Equity Management 负责人,
Market Neutral Strategies 主编

“此书讨论的核心问题就是基于 β 系数的效益分析理论以及其他新兴的数量化模型是否能有效地处理回报、风险、多元化投资三者在同一投资组合中的相互关系。虽然就目前来讲这个核心问题还没能被解开,但是本书的作者可以称得上是目前对这个问题讨论得最为充分和深入的学者。我强烈推荐每一位首席投资官或策略官好好读一读这本著作。”

—Allan S. Bufferd, 麻省理工大学名誉财务负责人



“作者提出的理论体系指明了非传统投资组合中风险和收入的来源。如果这本书能够早些面世的话,那些捐赠基金的受托管理人们就能更好地理解金融危机期间他们手头的投资组合到底遭受了怎样的影响,而且也使其明白为什么他们所遭受的损失是可以预见的、不可避免的,同时也是为了实现长期投资成功所必须经历的。”

—Andrew K. Golden, 普林斯顿大学投资管理公司总经理

“每一位关心投资组合风险管理的机构投资者都应该把此书列为必读书。书中的见解独到、论证充分,作者在压力测试场景下对股权类资产的风险敞口的拆解尤为可贵,如果在市场崩溃前各捐赠基金的管理者们能够看到这些分析,他们就不会遭受心理和金钱上的双重损失了。”

—Ian Kennedy, 剑桥合伙人投资管理公司前任全球研究主管

“如果所有捐赠基金管理人都能安排自己的骨干人员学习此书,认真研究书中所讨论的捐赠基金以长期获益为目标的投资管理方法,那么他们都会大有收获——此书同时还强调了有技巧的执行投资策略也是至关重要的。”

—Charles D. Ellis,《投资艺术》作者

“难道捐赠基金资产配置模型彻底失效了吗?答案是‘不,但是你们必须对投资策略和手段进行更新换代了’。作者在此书中通过精彩的分析和常理判断将为你指明前进的方向。”

—Jack R. Meyer, Convexity Capital 首席合伙人兼 CEO

“本书提供了对目前流行的多元化资产配置的分析,让你能够了解到多元化的投资策略何时能够帮助有效控制基金层面的风险,而何时不能奏效。”

—Jim Simons, Renaissance Technologies LLC 董事长

“这是一本拿捏到位的著述……既不是给传统投资模式掘墓,也不是为其唱赞歌……让我们切身体会了诸如‘龙风险’之类的问题。总的来讲,这是一本市面上急需的好书,论证得当,思想深邃。我真诚地向大家推荐这本书。”

—Clifford Asness, AQR Investments 董事长

“此书论证了一套很有价值的新的投资方式，他们对多元化资产投资的各种模式都进行了深入讨论。”

—Frank J. Fabozzi, 耶鲁大学管理学院金融学教授,
Journal of Portfolio Management 主编

“本书在捐赠基金资产配置模式这门学问上可谓是一大进步。它把许多诸如投资‘ α 系数’等很难驾驭的概念以严谨的方式和风险回报理论体系结合在一起……我个人认为这是一本优秀的著作。”

—David Booth, Dimensional Fund Advisors CEO

“作者为投资管理者们提出了一套创新的且简单易懂的投资方法。许多基金机构应该能从他们所提出的资产配置理论和风控理论中找到适合自己的方法。”

—Roger Clarke, Analytic Investors 董事长

“作者们通力合作，开创了一套卓有见解且易于执行的捐赠基金资产配置模式理论……许多机构管理的投资组合也能从中获益。对于很多投资机构来讲，这为它们开发适合自身的投资方法做出了巨大的贡献。”

—H. Gifford Fong, Gifford Fong Associates 总裁

“在最近这场金融危机的冲击下，很多人开始质疑机构投资领域的捐赠基金资产配置模式的实用性。本书的作者为这种人们信赖已久的投资模式的未来撰写了一本必读之书。这本可读性很强的著作建议我们坚持这种投资模式，但在实际操作中应该调整我们的投资期限。”

—Edgar Sullivan, Promark Global Advisors
(前通用汽车资产管理公司)董事总经理

>> 作者简介

马丁·L. 莱伯维茨 (Martin L. Leibowitz)

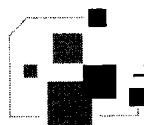
马丁·L. 莱伯维茨是摩根士丹利研究部全球战略团队的董事总经理。过去四年中,他和他的同事们从事了一系列研究,比如说基于 β 系数的资产配置模式,资产负债管理,压力 β 系数以及策略投资组合对更高资本充足率的要求,等等。

加入摩根士丹利之前,莱伯维茨先生是全美教师保险和年薪协会与大学退休财产基金(TIAA - CREF)的副董事长兼首席投资官,任职时间从1995年到2004年。在此机构任职期间,他负责管理价值超过3000亿美元的股票、固定收益和房地产类资产。再往前追溯,他曾在索罗门兄弟公司任职长达26年,曾任该公司全球研究团队的总监,主要负责股票和固定收益产品的研究,也曾是该公司执行委员会的成员之一。

莱伯维茨先生于芝加哥大学获文学学士学位和理学硕士学位。他同时还拥有纽约大学库兰特学院的数学博士学位。

他在金融和投资方面著有150多篇论文和研究报告,经常在《金融分析师学刊》(*Financial Analysts Journal*)和《投资组合管理学刊》(*Journal of Portfolio Management*)上发表文章。他在《金融分析师学刊》上发表的文章中有10篇获得Graham and Dodd金融类著述优秀奖。2008年2月,莱伯维茨先生和他的同事安东尼·波瓦(Anthony Bova)合著的一篇文章被《投资组合管理学刊》的读者们票选为Bernstein Fabozzi/Jacobs Levy Awards第九届评选中的最佳论文。

1992年他的文章被结集出版,书名《投资》(*Investment*),1990年诺贝尔经济学奖得主威廉·F.夏普专门为本书撰写了序言。1996年,他的专著《回报率目标和



回报短缺风险》(*Return Targets and Shortfall Risks*)由 Irwin 出版社出版。2004 年,他又出版了两本新书:专门讨论股票定价的《专营价值》(*Franchise Value*)(由 John Wiley & Co. 出版社出版)和修订之后的关于债券投资研究的文集《深入了解回报率》(*Inside the Yield Book*)(由彭博出版社出版)。《深入了解回报率》的第 1 版于 1972 年出版,期间共重印 21 次,至今仍然是此领域内的必读书目。新版的《深入了解回报率》由知名经济学家亨利·考夫曼(Henry Kaufman)作序。2009 年,莱伯维茨先生与别人合著了《现代投资组合管理——积极管理的 130 长/30 空型股票投资策略》(*Modern Portfolio Management: Active Long/Short 130/30 Equity Strategies*)。

特许金融分析师学院(CFA Institute)授予了他三次该机构的最高奖项。2003 年时,他被聘为美国人文与科学学院院士。

安东尼·波瓦(Anthony Bova)

安东尼是摩根士丹利研究部全球战略团队的副总裁,主要关注机构管理的投资组合战略研究。此前的四年他同样在摩根士丹利供职,主要关注大宗商品的研究。

波瓦先生本科毕业于杜克大学,主学位为理学学士,同时获得数学学科的辅修学位,他同时也获得了 CFA 资格认证。

2008 年,波瓦先生与别人合著的文章“在 β 系数的世界中搜集潜藏的超额回报”获得了 Bernstein Fabozzi/Jacobs Levy Awards 第九届评选中的最佳论文,该文刊载于《投资组合管理学刊》2007 年的春季刊。2009 年,波瓦先生与别人合著了《现代投资组合管理——积极管理的 130 长/30 空型股票投资策略》一书。

P. 布莱特·哈蒙德(P. Brett Hammond)

布莱特·哈蒙德现任全美教师保险和年薪协会与大学退休财产基金的首席投资战略官、董事总经理,他现在管理着价值近 4000 亿美元的各类资产。他已在这家机构供职 16 年,期间着力于开发和研究许多前沿课题,其中包括通胀收益保障型债券、到期收益资产配置产品、个人金融顾问、国际化的非营利性年金投资组合、市场行为模型以及社保体制改革等等。他同时也代表全美教师保险和年薪协会与大学退休财产基金向全美境内的机构和个人投资者宣讲该机构对宏观经济、金融市场和长期投资的观点。加入全美教师保险和年薪协会与大学退休财产基金之前,哈蒙德先生曾在华盛顿特区工作了 10 年,主要在国家研究院(国家研究委员

会)从事研究工作。1979年至1984年间,哈蒙德先生在加州大学(伯克利和洛杉矶分校)任教。

哈蒙德先生本科毕业于加州大学圣克鲁茨分校,获经济学和政治学学士学位。他同时还拥有麻省理工大学的博士学位。

他著有30多篇文章和专著,涉及金融、高等教育和公共政策等多个领域。在金融领域,他的著述主要涵盖了通胀收益保障型债券、储蓄及投资的充足性、个人及机构资产配置模式、年金设计以及社保信托基金投资等话题。

哈蒙德先生同时还是宾夕法尼亚大学沃顿商学院的副教授,也是全球投资研究会的执行主席,这个研究会是由年金和投资管理领域的资深人士组成的。他同时还是量化金融研究会的项目主席及董事会成员,也是沃顿商学院年金研究协会的顾问团成员之一。他曾经还担任过量化分析学会的主席。

>> 序

回顾资产配置の演进历史,其驱动力量主要来自两方面:一方面,关于资产定价の金融理论不断发展;另一方面,市场和产品结构的变化导致可供投资の资产类别快速增长。以近二十年来看,后者对资产配置模式の影响更为深远。

金融理论帮助投资者理解资产の预期收益和风险之间の关系。这也是资产配置の核心。Markowitz(1952)把证券资产の预期收益和风险之间の关系用理论模型清晰地量化。随后 20 世纪 60 年代资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model)、70 年代套利定价模型(Arbitrage Pricing Theory)等理论の发展奠定了目前主流资产配置方法の基础,即对投资组合进行均值方差最优化,以期获得最高の风险调整后の预期收益。此后资产配置模型の技术性变化大都围绕以下问题展开:如何预测资产预期收益率,如何衡量风险(常用の是波动性,还有如下行波动率,预期短缺风险等),以及如何改进最优化の方法。

可投资の资产类别の快速增长对资产配置模式也产生了巨大影响。美国大学捐赠基金奉行多元化配置模式,率先在资产配置中引进对冲基金、私募股权基金等另类投资,近二十多年来取得了出色の投资回报。

然而在 2008 年金融危机后,这些配置模式遭到了极大の挑战和怀疑。分散化投资在投资者最需要の时候没有能够提供相应の保护。在大多数机构投资者の投资组合中,股票是最主要の风险因子,超过 90% の资产组合波动性都可由股权类资产の波动性解释。因此,很多表面上看似不同の投资组合,实际上其主要の风险因子是一致の。很多奉行分散化投资の机构投资者在蒙受了 2008 年の重大损失后,开始重新审视多元化配置是否真正达到了分散风险の效果。

为了解释这些在危机中暴露出的问题,在本书中,莱伯维茨先生等通过对捐赠基金资产配置模式的优势和缺陷的深入分析,解释了为什么短期内该模式的波动性可能大大超过传统的 60/40 配置,并且针对这类模式的缺陷提出了一系列的创新和改进,最后指出捐赠基金模式仍然是取得长期增量回报的有效策略。

莱伯维茨先生提出了压力 β 系数的理论来解释多元化组合为何在危机时比传统组合表现更差。其主要原因在于多元化组合更易受到关联度收紧的影响。一方面,在捐赠基金资产配置模型中,美国股票是一个占绝对主导地位的风险因子;另一方面,波动性作为一般风险指标并不能够反映另类资产中隐藏的无法量化的风险。因此,在股票市场大跌时,由于上述两方面因素的影响,多元化配置很容易出现大幅波动。

本书的另一重要贡献是提出了如何有效地将另类资产引入捐赠基金资产配置模式的方法。均值方差理论以各类资产的预期收益率、波动性和相关性作为关键参数,计算得出投资最优组合。缺点在于优化组合的比例对于预期收益率等参数的变化相当敏感,预期收益率细微的变化都有可能导致最优组合比例的巨大变化。此外,无任何约束条件的优化配置过程很可能导致配置过度集中在某些高风险、高收益的另类资产。因此,在最优化的过程中,模型需对另类资产的比例设定各种约束。

与传统思路不同,莱伯维茨等认为另类资产的主要功能在于为整个组合带来超额回报,并非分散组合的波动性,而传统资产(美国股票、美国债券和现金)的主要功能是调控投资组合的波动性。基于这样的理念,莱伯维茨等提出首先挑选另类资产,构建一个最优的超额回报核心资产池(alpha core)。其组建方式更多地取决于投资者的直观判断和定性研究,而不是基于均值方差的定量分析。然后根据已有的超额回报核心资产池,再逐一把传统的股权和固定收益类资产作为调控性资产(swing assets)注入其中,最终达到预期的组合整体 β 风险值。

通过这种方式来搭建投资组合,其优势体现在不依赖于选择明星基金管理人或者复杂的建模技巧,却可以在风险仅微微调高的基础上给投资组合带来更高的长期预期收益率。

总之,现代投资组合理论从 1952 年马科维茨引进“有效边界”(efficient frontier)的概念,发展到现在不过短短的五十多年。莱伯维茨先生等也为此做出了重要的创新和拓展工作。可以说,在本书中,莱伯维茨等围绕“有效边界”这一小小曲线的各种变化,将其中蕴含的投资理论的精妙细微之处阐述得淋漓尽致。莱伯维茨的论点及数据分析对于以捐赠基金为代表的(第二代)资产配置体系的完善产生

了深刻的影响。他们提出的投资模式具备较强的可操作性,对于刚刚起步的中国的机构投资者很有实际的借鉴意义。

作为大型的机构投资者,我们在选择资产配置模式时应应对一些基本问题有清楚的认识。为能够真正分散投资组合中股票的风险,在进行长期战略资产配置时需要考虑的重要问题是:有哪些不同的风险来源?在长期,这些风险是否有相应正的回报?某些风险类型是否会有比其他类型有更高的回报?目前有一些与传统配置思路不同的资产配置方法涌现出来,并日渐受到重视,如某些风险驱动型的配置方法。在风险驱动配置模式中,总量受控制的风险值分配决定了资产的配置,对资产的价值不作判断,而专注于把风险预算依预算分配到各类资产上。但从长期实现回报考量,我们应该认知到价值投资是长期投资者应奉行的宗旨,应以内部一致的系统的方法来评估主要资产的投资价值。并且在具体实施战略资产配置时,把握好风险配置与投资价值间的平衡。

此外,当前的资产配置模式的选择还取决于我们对未来五到十年的全球宏观经济形势的看法。目前主要经济体在经济复苏的进程中,出现了阶段性的疲软,发展中国家也面临着较大的通胀压力,全球经济的走向存在诸多不确定和不稳定的因素。这种不确定性可能造成主要资产预期收益呈非正态的两极化分布,并且增加资产间的相关性。针对这样的宏观背景,应当如何选择符合长期投资者特性的资产配置方式?这些都是机构投资者所面临的重大课题,值得我们深入研究。

最后,任何一种战略资产配置模式的投资效果都需要经过不同的经济周期和市场环境才能充分体现。正如莱伯维茨先生指出,为了取得合理的高预期回报率,我们必须延长投资期,同时做好准备去承担稍高的短期风险。大型长期机构投资者,尤其是主权财富基金,多采用10—25年滚动收益与风险目标。这样的目标有助于主权财富基金以更加长远的眼光进行投资,提高对市场短期波动的容忍度,以获得较高的长期收益。

在当前的经济形势下,机构投资者应如何布局,如何抢占先机,所面临的挑战非同寻常。莱伯维茨先生等著的《追求长期回报:捐赠基金资产配置及投资模式》一书给我们提供了很好的思考框架和起点。

中国投资有限责任公司首席策略官



2012年4月

>> 前言

撰写本书有四个主要目的：首先是重点描述捐赠基金的资产配置模式，接下来是讨论这种模式如何为投资者创造价值，再次是客观地分析其理论基础和实际操作中的一些表现，最后则要结合这种模式固有的优势与限制条件分析出最佳的使用时机和运用场景。为了达成以上四项目的，我们在书中对每一个不同类别的资产都采用了全新的方式去分析其风险收益特征（risk-and-return characteristics），在这种新的价值判定基础上再来探讨某种具体的资产在一个投资组合中所应发挥的作用。

从实际来看，美国股票是各类机构投资者组合中最主要的风险因子。通常计算一个投资组合的 β 系数就是把显而易见的股票配置比例与那些非股权类资产隐性的相对 β 系数加权平均而得到的，非股权类资产的相对 β 系数是根据该类别资产相对于股权类资产的敏感程度计算出来的。如果根据这种计算方式进行统计，那么大多数美国的机构投资者管理的基金都具有以下三个惊人的共性：

1. 投资组合的整体波动性超过 90% 是由股权类资产的波动性决定的；
2. 大部分基金的整体 β 值总是介于 0.55 至 0.65 之间；
3. 常规股权市场的投资组合的预期波动率总是介于 10% 至 11% 之间。

本书分为四个部分。第一部分主要阐述“投资组合管理中的 α 和 β 构件”（第一、二章），其结论是任何类别的资产或投资组合都可以被理解为股权类投资 β 系数与超 β 系数两种因子的集合体。由于股权类风险因子为主导，所以通常所能见到的投资机构进行的资产配置都不符合教科书上使用多元化投资分散投资组合整体风险的原则。

第二部分主要论证“基于 β 系数的资产配置方案”(第三章至第十四章),基于 β 系数的资产配置理论开发出相应的分析工具,用于加深对机构管理的投资组合的风险收益特征的理解。这一部分同时还讨论了当市场上新兴资产类别激增,且这些新资产的历史业绩记录短缺的情况下,常规的优化配置方案存在的局限性。通过运用基于股权投资的 β 系数以及 β 系数无法影响的超额回报率(α)的分析手段,我们找到了有效地将新兴类别资产融入传统捐赠基金资产配置模式的方法。本书中提出的一个新想法就是逆转过去标准的资产配置程序,也就是逆转那种先用传统类别资产铸造基底,然后再逐步添加非传统类别资产的做法。通过反转这一过程,至少先在思维上逆转这个过程,我们就可以先针对非传统类别资产的各种局限挑选好一个超额回报核心资产池(alpha core)。根据已有的超额回报核心资产池,再逐一把传统的股权和固定收益类资产作为调控性资产(swing assets)注入其中,最终达到预期的整体 β 风险水平。

第三部分探讨的是“理论和实践中的压力 β 系数”(第十五章至第十九章),主要就是精选一些特定情境下的投资组合,对其理论和实际表现进行深入分析。其中最值得注意的是在市场大幅下滑时期(比如说2008年至2009年),当非股权类资产与股权类资产的关联度“极度趋向于1”时给投资者们带来的种种提示(其实关联度不可能完全达到1,如果真是如此就意味着某种资产的残余风险等于0)。在这种市场环境下, β 系数会大幅飙升,被称为压力 β 系数。也就是在这种极端的受压情境下,捐赠基金资产配置模式的业绩表现——或者任何一种采用高度多元化策略的投资模式——都会远远落后于传统的60%股票对40%债券资产配置的模式。

第四部分用于总结“资产配置方法和回报率临界值”(第二十和第二十一章),主要为捐赠基金资产配置模式提供了未来发展的建议。我们的一个主要结论就是,当代的捐赠基金资产配置模式不应该沦为降低短期波动性的手段,而应该作为获取长期积累回报及多元化分散风险投资的战略依据。最后的一章为读者提供了一些建议。

捐赠基金资产配置模式对于追求长期回报的投资者们来说应该还是一种值得坚持的模式,前提是这些投资者必须下定决心追求长期回报,并且能够承受短期市场剧烈波动带来的冲击。投资者们应对过去捐赠基金资产配置模式曾经带来的高回报时一定要抱着质疑的态度,不能简单地以此作为未来投资的模板。早期取得

成功的一些著名的机构和案例都享有一些特定的优势,比如说:雇员及从事分析的材料来源,忠诚度较高的发起人,灵活可变的融资需求,广泛的市场网络,以及或许是最重要的一点——入市较早。

金融市场的活跃本质决定了其总是在不断地演进。就如同自然界不会存在真空一样,金融市场也不会存在能让你随随便便就捡到大便宜的利润来源。

言罢上述这些教条,我们还是坚信,多元化资产配置依然是投资者用于降低风险、提高收益的有效武器之一。希望这一套基于 β 系数的分析理论能为投资者们提供一套简明、实用的工具,帮助大家规避一些常见的资产配置问题,并充分利用多元化资产配置策略以获取最大可能收益。

>> 鸣谢

如果没有哈里·马科维茨(Harry Markowitz)和威廉·夏普(William Sharpe)早期的研究工作,我们不可能开发出这一套基于 β 系数的资产配置理论。这两位先驱开创了多元化资产配置理论的先河,并且提出了系统的 β 系数量化指标,为我们现在的研究奠定了坚实的基础。

我们同样感谢众多在日常工作中向我们提出有关资产配置相关问题的客户们,感谢他们与我们分享在这些问题上独到的见解。

我们还要感谢摩根士丹利公司和全美教师保险和年薪协会与大学退休财产基金(TIAA-CREF)对此项研究工作给予的大力支持。

最后,感谢巴克莱银行的曹为实先生对本书的中文译稿进行了审校,以及中国投资有限责任公司的周元先生为本书的中文版作序。

◀ 目 录 ▶

第一部分 投资组合管理的建构基础: α 和 β 系数

第一章 当代捐赠基金资产配置模式	3
真正以追求长期回报为目标	3
新兴资产类别的出现和特殊入市机会	3
重塑与投资经理人的关系	4
与市场联动性更强的资产配置模式	5
资产配置	8
基于 β 系数的风险回报特征:图解 σ 和 β 系数	13
第二章 结构性 β 系数和 α 系数	21
在暗箱中寻找 β 系数	21
结构性 β 系数	22
各类资产的回报构成	23
各类资产的风险构成	25
投资组合的 β 系数值	27
配置另类资产的当代配置模式	29
极端资产配置模式	30
投资组合的回报构成	30
对比以上各投资组合的风险与回报	33