

CHINESE FINANCIAL ALTERNATIVE INVESTMENTS

中国 另类金融投资

对传统资产投资不满意？中国另类金融投资将为您打开又一扇窗：
商品、私募、衍生品……新的金矿正等您发掘！

涂志勇 睢 岚◎ 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

中国 另类金融投资

涂志勇 睢 岚◎ 著



北京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国另类金融投资/涂志勇, 睢岚著. —北京: 北京大学出版社, 2013. 3
ISBN 978 - 7 - 301 - 19715 - 8

I. ①中… II. ①涂… ②睢… III. ①金融投资 - 研究 - 中国
IV. ①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 057703 号

书 名: 中国另类金融投资

著作责任者: 涂志勇 睢 岚 著

责任编辑: 林君秀

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 19715 - 8/F · 3592

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>

电子信箱: em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

**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 15.25 印张 158 千字

2013 年 3 月第 1 版 2013 年 3 月第 1 次印刷

印 数: 0001—4000 册

定 价: 39.00 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 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

序 言

这是一本介绍中国市场上的另类金融投资的教材,适合于本科生、研究生以及各类金融从业人士使用。另类投资(Alternative Investment)中的“另类”是一个中性的翻译,仅说明这类投资有别于股票和债券等传统资产。事实上,我国金融市场上的另类投资已经有相当程度的发展,只是所受关注度还不高,本书试图将这方面的内容展现给读者。

在写作上,我们采取了创新的写作体例,将定性论述、数量分析以及名家访谈结合起来,以满足不同读者的阅读需求。在进行专业论述时,我们尽量做到学术严格,但出于通俗易懂的考虑,可能在严格性方面略有牺牲。

金融类书籍的重要特征之一是时效性。在我们写作本书的过程中,全球及中国金融市场都在快速地发展,我们往往需要不断地修改文稿以纳入新的变化。2008年金融危机以来,全球另类金融投资市场出现了许多重要变化,包括:更高的透明度、更严格的监管、更多样的投资结构、更多的中端外包、更大的流动性以及更小的营运风险,等等。一方面,这些新的变化成功缓解了金融危机以来另类投资领域的资本流出压力,其吸引的投资资本在2012年甚至达到历史新高。但另一方面,另类投资开始向传统投资趋同,这本身也蕴藏着风险,那就是另类投资的表现

将不再“另类”，从而使它们的组合多样化功能被削弱。

在这个大背景下，由于新兴市场，特别是中国市场上的另类金融投资，其表现仍然具有相当的独立性，它们必将成为追求多样化投资的全球投资者所关注的热点。这使我们意识到，一本完美的《中国另类金融投资》，也许不如一本及时的更有用。在大家的共同努力下，这本书在两年的时间里终于呈现在读者面前。在此，我们需要感谢很多人的帮助。

北京大学汇丰商学院金融实验室的研究生团队参与了本书的前期资料收集、文稿写作以及名家采访等工作。感谢他们在工作中所表现出的坚持、勤奋与智慧等优良品质。没有他们的参与，本书很难在两年内完成。他们分别是（按章节顺序）：大宗商品（刘岩红、陈文婷和余颖）、私募基金（吉瑶、陈卓和吴雅妮）、私募股权（刘实、赵珍和何彧）、投资型保险（王希茜和朱燕琼）、金融衍生品（施毓文、张卫卫和呼荣权）、艺术品（梁天羽、吴雪、徐晟程和毛志坚）以及另类实物投资（梁天羽）。

还要感谢在百忙之中抽出时间接受我们采访的各个投资领域的权威专家。他们在分享其宝贵经验与深刻看法上，毫无保留。名家访谈部分与正文论述部分相互补充，形成了本书一个独特的风格，希望读者能将其作为一个整体来阅读，并且进行全面、辩证的思考。这十一位接受我们采访的业界权威人士分别是（按章节顺序）：大宗商品（马文胜和吴格）、私募基金（常士彬）、私募股权（李万寿）、投资型保险（孟兴国和杨智呈）、金融衍生品（聂军、张一清和黄广）以及艺术品（龚继遂和赵力）。

北京大学副校长海闻教授对本书给予了肯定评价，这使我

们深受鼓舞。感谢北京大学和香港大学的宋敏教授对我们金融学研究方面的指导,也感谢北京大学出版社总编助理兼经管图书事业部主任林君秀对本书出版的关心。周玮、姚大悦和仙妍三位编辑的专业工作使本书增色不少,在此也表示衷心感谢。

最后,本书的写作参考了大量报刊、报告以及网站的内容和数据,而在参考文献部分,我们只列出了参考的主要书籍。如果书中有所遗漏,使用了未加索引的内容,在此对原文作者表示感谢,并欢迎指出。

由于写作时间仓促,涉及内容众多,错误在所难免,希望读者批评指正。

涂志勇 睢岚

北京大学汇丰商学院

2013年3月

目 录

导 论	(1)
理论框架	(4)
第一章 大宗商品	(8)
中国商品期货市场概况	(10)
商品期货的交易特点	(14)
商品期货的投资方式与渠道	(16)
期货投资的风险控制	(21)
我国商品期货投资的量化分析	(22)
商品期货的投资前景	(28)
名家访谈	(29)
第二章 私募基金	(43)
我国私募基金概况	(44)
私募基金的运作与投资	(51)
我国私募基金的资产特性	(54)
私募基金的投资策略	(60)
名家访谈	(63)
第三章 私募股权	(72)
私募股权及其投资机构	(73)
我国私募股权投资的运作	(77)

我国私募股权基金的资产特性	(84)
VC/PE 的投资策略	(90)
名家访谈	(93)
第四章 投资型保险	(101)
中国投资型保险概况	(103)
投资型保险的投资渠道	(109)
投资型保险的特点	(111)
我国投资型保险的收益与风险特征	(113)
我国投资型保险的投资策略	(120)
名家访谈	(127)
第五章 金融衍生品	(139)
中国金融衍生品市场概况	(141)
我国金融衍生品的应用	(143)
CDS 的设计理念与合约要素	(148)
中国的信用风险缓释工具	(153)
信用风险缓释工具的交易	(156)
常用的 CDS 交易策略	(159)
名家访谈	(161)
第六章 艺术品	(175)
中国艺术品实物投资	(177)
艺术品实物的投资渠道	(180)
艺术品金融产品投资	(183)
艺术品投资的特点	(188)
艺术品投资的量化分析	(191)

艺术品投资的策略与前景	(197)
名家访谈	(200)
附录:另类实物投资	(219)
另类实物投资的种类	(220)
另类实物投资的特点	(224)
另类实物投资的收益与风险	(226)
另类实物投资的策略	(228)
另类实物投资案例——红酒投资	(229)
主要参考文献	(233)

I 导 论

2011 年 12 月,经过十年跋涉,上证综合指数最终回到 2001 年刷新的峰值 2 245 点之下,从终点回到起点。十年收益的归零,重挫了广大投资者对我国股票资产的信心。同时,债券与现金也在通胀横行的今天,成了烫手的山芋;而地产则正遭遇史上最严厉的调控。人们不禁要问:为什么我们熟悉的传统资产表现如此不佳?还有新的投资途径吗?

我们认为,技术—经济周期与常态化的流动性政策,是当前传统资产收益下降的主要原因;而投资者转向另类投资,包括商品期货、阳光私募、VC/PE、投资型保险、衍生品、艺术品以及其他实物等,将是应对这一局面行之有效的选择。

技术进步是有周期的。随着 20 世纪 90 年代以来的信息技术革命对经济的推动作用逐步弱化,全球进入了技术创新积累期。实体经济缺乏技术推动,各国政府为了维持经济增长,选择了通过流动性来推动经济发展的策略,而且这一政策有成为“常态”的趋势。这种新常态,加上各类不同的结构性问题困扰,其后果是上游成本上升、物价飞涨,同时企业经营困难、收益下降。

显然,股票(对应企业)与债券(对应物价)已经难再具有吸引力,人们需要新的投资选择。

另类投资,是指投资于除传统的股票、债券和现金之外的金融或实物资产。在未来一个相当长的时期内,全球的结构性问题难以从根本上改观,而另类投资将能帮助我们找到新的投资出口。另类投资可细分为另类金融投资和另类实物投资。鉴于另类金融投资品种的流动性相对更好,且不用贮存,是大多数投资者的主要选择,因此本书将重点介绍另类金融投资品种,而将实物投资列入附录。另类金融投资主要包括:

- 商品期货。商品期货投资的是大宗商品,而大宗商品则是对冲通胀的良好标的;同时期货可以做空,经济下行时亦能获利。

- 阳光私募。相对于公募,阳光私募赋予基金经理更大的操作空间、更多样的操作工具、更灵活的操作手法,阳光私募旨在提供超越大盘的绝对收益。

- VC/PE。VC/PE 能在企业发展的不同阶段参与企业运作或重组,退出方式多样,蕴涵了投资者运用各种资源所获的增值。

- 投资型保险。投资型保险兼具保险保障和投资理财双重功能,其保障功能和其他投资产品所不具备的。对于拥有保障需求的投资者,投资型保险在资产组合中的功能不可替代。

- 衍生品。衍生品在我国金融市场上品种较少,要求较高的交易技术。它本身可以作为管理传统资产组合的有利工具,能够提升组合收益、降低组合风险。

• 艺术品。艺术品具有相当的独特性,其自身亦蕴涵文化价值。随着中国经济步入一个更高的阶段,文化相关资产必将进行价值重估。

另类投资最重要的特点是其收益与传统投资相关性小。这在传统投资陷入困境的大环境下,为我们实现持续的收益增长提供了新的有效渠道;同时也是对传统投资进行多元化分流的重要途径。

另一方面,我们也要清楚地看到,另类投资并非俯身即可拾得的金矿。另类投资市场的流动性一般较传统资产小,交易成本也相对较高。更重要的是,它们的定价往往缺乏大量的历史数据支持,对其价值的发现与评估需要更高的专业技能。

国际学术界对另类投资的研究历史并不长,美国在这一领域的专业学术刊物《另类投资杂志》(*Journal of Alternative Investments*) 1998 年才创刊,美国另类投资管理协会 AIMA (Alternative Investments Management Association) 麾下的注册另类投资分析师协会 CAIAA (Chartered Alternative Investment Analyst Association) 2002 年才成立。而对中国另类投资的严格研究则更是凤毛麟角,本书试图在这方面有所贡献。

我们期望读者能通过本书,对中国的各种另类金融投资的概念及其资产属性有一个深入的了解,并明晰其投资方法与渠道。为此,本书包括六章和一个附录,分别介绍六大类另类金融投资以及另类实物投资。每章分为两个部分:第一部分全面介绍某个投资品种,包括该品种的基本概念和通常的投资渠道;该品种的资产特性,包括收益、风险、与其他资产的相关性测度;该

品种的基本投资策略和投资前景等。第二部分是名家访谈。我们对相应领域的资深人士,就投资热点、投资技巧以及行业前景等问题进行采访。读者可以从权威的视角,深刻理解各投资品种的精髓,品味市场历练。相信所有对另类投资感兴趣的读者,均能从本书中获益,并体会到另类投资的魅力!

理论框架

本书对各个另类投资品种的分析,大体上是基于现代投资组合理论的框架(MPT, Modern Portfolio Theory)。该理论提供给我们的投资建议是:在传统的资产中加入部分另类投资品种,将能提高整个投资组合的资产特性。为了论证这一观点,我们在以下各章中,对每个投资品种都将运用中国市场数据,进行相应的量化分析。作为准备,我们这里对以后各章会用到的一些分析指标与工具进行简单说明。

对于任何一个投资品种,我们首先要说明其收益率和波动率,它们是描述该品种资产特性的两个最重要的维度。在一个有效的金融市场上,一个投资品种的收益率越高,其相对应的风险,即波动率必然也越高。比如在我国,股票资产的平均年收益约为债券资产的3倍,而收益的波动率则达到债券的12倍左右。^①

高风险对应高收益,这一重要的资产特性使比较不同资产的投资绩效变得困难,因为高风险者总可以以更高的收益作为

^① 根据2000—2009年上证综合指数与中信国债指数计算而得。

“借口”。这时,我们通常会用夏普比率(Sharpe Ratio,也叫 Sharpe 值)来对收益率进行调整,以获得经风险调整后的收益,即 $(R_p - R_f)/\sigma_p$ 。其中, R_p 为投资组合的收益率, σ_p 为投资组合的标准差(风险), R_f 为无风险利率。可见,夏普比率描述的是某资产每承受一个单位的风险,所能带来的超额收益。这样,应用夏普比率,我们就可以对不同资产的表现进行横向比较:夏普比率越高的资产,其单位风险收益越高,因此是更好的资产。

根据资产定价公式 $R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i(R_m - R_f) + \varepsilon_i$, 其中, R_m 是整个大盘指数的回报。这个公式告诉我们,一个资产 i 的超额收益率 $R_i - R_f$, 等于该资产因承担风险而获得的回报 $\beta_i(R_m - R_f)$, 加上绝对收益 Alpha(α_i) 以及噪音干扰项 ε_i 。其中, Beta(β_i) 是评估这个资产相对市场大盘变动敏感度的指标, Beta 越大,承担的风险也越大,因此所要求的回报也越大。除了 Beta 收益之外,如果该资产还能获取绝对收益 Alpha, 则说明该资产被低估,有投资价值。是否能获得绝对收益,反映了一个投资者的市场掘金能力。

当我们的投资从单个资产扩展到资产组合时,我们就需要研究不同资产之间的联动关系。不同的投资品种并不是在演绎各自独立的行情,它们之间往往存在联动。测度这种联动关系的指标是相关系数,它的值在 1 与 -1 之间。^① 相关系数为正值

$$\textcircled{1} \text{ 相关系数 } \rho = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \sqrt{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}。 \text{ 其中, } x_i \text{ 表示资产 } X \text{ 的收益率序列, 而 } y_i \text{ 表示资产 } Y \text{ 的收益率序列。}$$

意味着两种资产的波动是同向的,即一个资产上涨时,另一个资产也会上涨;而相关系数为负值则意味着两种资产的波动是反向的,即一个资产上涨时,另一个资产则会下降。显然,当不同资产以组合的方式进行投资时,资产组合的收益率仍是各个组成品种的收益率之加权平均,但组合的波动率不再是组成品种之波动率的加权平均。这是因为不同品种间的波动有可能相互抵消,而这正是进行组合投资的潜在收益所在。一般来说,另类投资品种与传统资产的收益相关性比较低,甚至相反。比如,国画 400 指数与上证综合指数的相关系数为 -28.51% 。^① 这意味着,如果将国画与股票构成一个投资组合,该组合的风险(波动率)将大幅下降,而组合的夏普比率则会显著上升。

在构建投资组合的过程中,对另类投资分配不同的投资比重,将形成不同的投资组合,这些所有可能的组合构成了投资机会集合 (Investment Opportunity Set),见图 0.1 中的阴影部分。只有在这个集合边界上的投资组合才是真正有效的组合,我们称这个边界为有效边界 (Efficient Frontier)。所有在边界内的组合(如 B),均可在边界上找到一个对应的组合(如 C),在相同的风险条件下,能够获取更高的收益。所以,最好的投资组合总应在有效边界上寻找。那么,具有最高夏普比率的投资组合在哪呢?它正是从无风险利率出发的直线(L)与有效边界的切点 A 。找到切点 A ,我们就可以得出在最优的投资组合中各投资品种的合理比重。比如在我国,如将股票、债券与艺术品进行组合投

^① 见本书第六章“艺术品投资”中的表 6.2。

资,艺术品在最优组合 A 点中约占 8% 的比重。^①

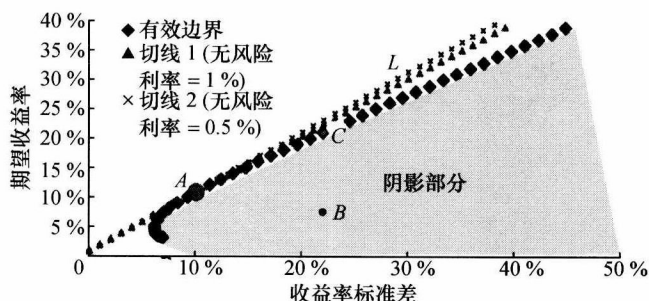


图 0.1 包含艺术品的资产组合最优边界

资料来源:表 6.1 与表 6.2 中数据。

我们在进行不同资产的投资组合分析的过程中,对各个资产均采用相对应的指数来进行测度。这些指数代表着各个资产类别的平均表现,它们反映在投资上则意味着被动投资。对各个资产的主动型投资一般会带来更高的收益,但这并不改变我们的基本结论。

基于现代投资组合理论,以下各章在分析各个另类投资品种的资产特性时,一般先测度该品种的收益与风险,其次研究该品种与传统资产的相关性,最后分析如将该品种纳入到传统投资组合中,组合的整体特性会得到怎样的改善。由于金融数据都具有很强的时效性,读者对于各章结果的解读,应注意结合相应的统计时间窗口来进行。

^① 见本书第六章“艺术品投资”中的图 6.6。

第一章 大宗商品

2012年,市场上“非阳光化”的主要投资于大宗商品期货的私募基金,受诸如豆粕、白银和焦炭等品种的良好市场表现的影响,收益喜人。据业内人士介绍,2012年期货私募平均收益率高达50%,特别是某些以趋势投资为主的期货私募基金,收益率更是高达300%。^①然而,受制于国内投资者和金融机构对商品期货交易的认识度不够深入,以及相关规章制度和金融配套服务的缺失,现阶段期货私募基金呈现出规模小且资金稳定性欠佳的特点。

大宗商品是指用于工农业生产及消费的大批量物质产品,包括原油、金属、煤炭、天然橡胶等工业材料,以及玉米、大豆、小麦等农产品。自2000年资本市场互联网泡沫破裂以来,全球宽松的宏观政策开始出现常态化态势,大宗商品价格逐步进入了上行通道,大宗商品也随之成为全球机构以及个人投资者

^① 吴退,《期货私募抢眼业绩背后的困扰》,《期货日报》,2012年10月25日。