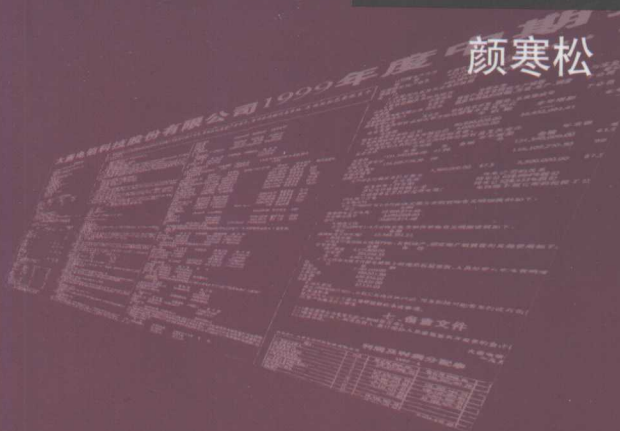


基金管理公司投资策略

JIJINGUANLI
GONGSI
TOUZI
CELUE

颜寒松 著



上海财经大学出版社

基金管理公司投资策略

颜寒松 著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

基金管理公司投资策略/颜寒松著. —上海:上海财经大学出版社, 2000. 7

ISBN 7-81049-432-5/F · 363

I. 基… II. 颜… III. 基金-金融公司-投资-研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 29536 号

JIJIN GUANLI GONGSI TOUZI CELUE

基金管理公司投资策略

颜寒松 著

责任编辑 辛 白 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版发行

(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

<http://www.sufep.com>

全国新华书店经销

上海印刷七厂一分厂印刷装订

2000 年 7 月第 1 版 2000 年 7 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 11 印张 228 千字

印数:0 001—4 000 定价:22.00 元

序

基金管理公司是在我国改革开放历史背景下出现的从事基金管理业务的新型金融企业。随着我国市场经济的发展和对外开放的扩大,金融业中的基金产业将有广阔的发展前景,基金管理公司也势必在基金产业中起着核心灵魂作用。基金管理公司的经营管理问题,实质上就是对投资基金的投资管理问题;而投资管理的核心则是投资策略,它是基金管理公司制胜的关键。目前,发达国家的基金业发展极其迅猛,它与商业银行、人寿保险公司业已形成金融业中三足鼎立的格局,其基金管理公司的投资管理与投资策略,不论在理论还是在实践方面,均取得了许多有益的成果。在中国大陆,基金业的发展方兴未艾,基金规模普遍偏小,基金运作与监管尚不够规范化,基金管理公司只有 10 多家,且投资管理水平和对投资策略的掌握、设计与运作,都与国外存在很大的差距。为了提高我国基

2 基金管理公司投资策略

基金管理公司的投资管理水平,促进我国金融业的开放和国家经济的发展,我们很有必要对基金管理公司及其投资策略展开系统深入的研究。

颜寒松博士以他的博士学位论文《基金管理公司投资策略研究》为主体内容,经过修改补充而撰写的《基金管理公司投资策略》一书,由上海财经大学出版社出版了。本书作者在攻读博士学位期间,基于其原有的理工科背景、坚实的数理基础、宽广的专业知识、广泛的资料积累,紧密与基金管理实务界联系,对基金管理公司投资策略问题进行精心研究、系统探索。书中的诸多新观点、新思路和独到见解,已在一些杂志上公开发表,有的还应邀在海外国际学术会议上宣读。总的来说,这部著作的主要创新之处有:

1. 确定性投资决策的总体解法,多投资机会与最佳投资机会包络线的运用,一些模型和公式的新型推导与证明等。

2. 在探讨市场有效性的本质的基础上,提出抓住市场的无效之处是获取超额报酬的关键,深入分析市场存在无效之处的缘由,探究市场无效之处的有效发掘。

3. 在分析各种影响资产收益的因素与探讨各种收益预期的方法的基础上,通过引入“主观价值”的概念和模型,对各种影响因素与分析方法进行了综合。

4. 创造性地探讨了孙子兵法在现代投资管理中的运用;归纳了孙子兵法与现代主流投资管理理论在权衡收益与风险方面,其原则与方法上的异同;用有效边界的移动与趋近模型,对以孙子兵法和以现代主流投资管理理论为代表的积极策略与消极策略,进行了宏观层面与微观层面上的综合。

5. 对捷径式的资产配置策略、安全边际的价值投资策略、资产免疫策略等一些具体的投资策略进行了归纳、综合与创新。

值得一提的是,这部著作坚持以马克思主义哲学为指导,综合运用比较、归纳、规范、模型、实证的研究方法,在对国内外相关研究成果进行集成、提炼和创新的基础上,构造出一个比较完整系统的基金投资策略理论与实践的体系框架,并提出了一些新的观点和思路。这一研究成果,不仅对基金管理公司提供了有益的理论与实践指导,对投资理论研究者、机构投资者和一般投资大众,也有参考和借鉴作用。

我相信《基金管理公司投资策略》一书的问世,一定会受到有关理论研究者、实务公司和投资者的关注和兴趣,并从这一佳作中获得裨益。

颜光华

2000年1月于上海财经大学

目 录

序/1

导论/1

理论篇

第一章 两种决策类型:确定性决策与不确定性决策/23

第一节 确定性投资决策/23

第二节 不确定性投资决策/33

第三节 权衡收益与风险:均值一方差方法/39

第二章 两种市场观点:市场无效与市场有效/47

第一节 从确定性到不确定性的连续体/47

2 基金管理公司投资策略

第二节 市场有效性的理论/51

第三节 市场有效性的争论/53

第四节 对市场有效性的综合看法及其
对投资策略的启示/59

第三章 两种收益预测方法:非均衡方法 与均衡方法/71

第一节 因素模型的方法/72

第二节 稳固基础理论与基本分析方法/75

第三节 空中楼阁理论与技术分析/84

第四节 均衡模型及其方法/94

第五节 对影响因素与分析方法的综合/104

第四章 两种策略思路:积极投资管理策略与消极 投资管理策略/112

第一节 权衡收益与风险:孙子兵法与现代主流投资
管理理论面临的共同课题/113

第二节 孙子兵法与现代主流投资管理理论方法论
上的差异/121

第三节 有效边界的移动与趋近:两种策略
思路的结合/129

策略篇

- 第五章 资产配置策略/139
 - 第一节 系统化的资产配置策略/139
 - 第二节 捷径式的资产配置策略/152
- 第六章 股票投资策略/164
 - 第一节 股票投资策略的分类/164
 - 第二节 投资风格的转换/168
 - 第三节 安全边际的价值投资策略/185
 - 第四节 增长投资策略/197
 - 第五节 博弈与操纵投资策略/209
- 第七章 固定收入工具投资策略/224
 - 第一节 消极投资策略/224
 - 第二节 半积极投资策略/227
 - 第三节 积极投资策略/239
- 第八章 创业投资策略/254
 - 第一节 创业投资的概念及特征/254
 - 第二节 创业投资的组织策略/257
 - 第三节 创业投资的阶段策略/264
 - 第四节 创业投资过程策略/272

4 基金管理公司投资策略

第九章 对冲基金投资策略/293

第一节 对冲基金概述/293

第二节 对冲基金投资策略/311

参考文献/331

后记/340

导 论

一、基金业的发展与基金管理公司的作用

1. 基金业的发展。

1995年6月18日,美国《芝加哥论坛报》刊载了题为《21世纪银行的命运》的文章。文中指出,美国金融业在20世纪发生了翻天覆地的变化,商业银行的地位持续下降,在竞争日益加剧的21世纪,银行面临着“消失”的危险——20世纪初,商业银行几乎拥有美国100%的金融资产;1952年,商业银行资产下降为48%;1993年进一步下降到25%。^①与此同时,美国基金业却获得了迅猛发展。20世纪20年代,发轫于荷兰和英国的投资基金才开始传播到美

^① 徐洪才:《投资基金与金融发展》,中国金融出版社1998年版,第1—7页。

国。1921年4月美国设立第一家投资基金——美国国际证券信托基金(The International Securities Trust of America),1924年3月21日成立第一支现代意义上的投资基金——马萨诸塞投资信托基金。目前,美国已形成以商业银行为主体的存款机构、以共同基金为主体的投资机构、人寿保险公司机构三足鼎立的金融业格局。其中,共同基金等投资机构的重要性持续上升。1989年,各类存款机构的资产为49 463亿美元,各类投资机构的资产为23 641亿美元,人寿保险机构的资产为12 602亿美元,各占57.7%、27.6%、14.7%;到1993年,各类存款机构的资产为52 065亿美元,各类投资机构的资产为42 364亿美元,人寿保险机构的资产为17 849亿美元,各占46.4%、37.7%、15.9%,在资产数量上分别上升5.3%、79.2%、41.6%;在比重上分别上升-11.3%、10.1%、1.2%。1979年,美国共同基金数目524支,管理净资产总额为945亿美元;1989年,美国共同基金数目为2 917支,管理净资产总额为9 820亿美元;1999年7月底,美国共同基金数目达到6 684支,管理净资产总额达到60 306亿美元。美国共同基金资产总额、基金数目、资产分布见表0-1,0-2,0-3。在全球金融市场上,投资基金也以其专家理财、方便投资、规模经济的独特优势,成为日益盛行的一种投资方式。1998年12月底,全球35个国家开放式基金(open-end fund)的数目达到31 608支,资产总额达到86 016亿美元;1999年3月底,其数目达到31 276支,资产总额达到86 770亿美元。基金业的蓬勃发展已是不争的事实。

表 0-1 美国共同基金净资产总额(亿美元)

年 份 内 容	1997 年 12 月	1998 年 12 月	1999 年 7 月
股票基金	23 680	29 782	33 674
混合基金	3 171	3 647	3 777
课税债券基金	4 523	5 320	5 427
市政债券基金	2 719	2 986	2 962
课税货币市场基金	8 981	11 632	12 504
免税货币市场基金	1 608	1 885	1 962
总 额	44 682	55 252	60 306

资料来源:根据 http://www.ici.org/facts_figures/整理。

表 0-2 美国共同基金数目(支)

年 份 内 容	1997 年 12 月	1998 年 12 月	1999 年 7 月
股票基金	3 726	3 532	2 951
混合基金	523	526	501
课税债券基金	1 350	1 358	1 286
市政债券基金	891	900	933
课税货币市场基金	692	686	682
免税货币市场基金	339	341	331
总 额	7 521	7 343	6 684

资料来源:根据 http://www.ici.org/facts_figures/trends_1298.html整理。

4 基金管理公司投资策略

表 0-3 美国共同基金中机构资产与个人资产的分布

资产(10 亿 \$)		1992 年	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年
个人	金额	1 014	1 234	1 265	1 602	1 955	2 442	3 021
	比例(%)	61.7	59.5	58.5	56.8	55.4	54.7	54.7
机构	金额	631	841	897	1 219	1 571	2 026	2 504
	比例(%)	38.3	40.5	41.5	43.2	44.6	45.3	45.3

资料来源:根据 http://www.ici.org/facts_figures/inst_investor_survey_98.html 整理。

在中国大陆,以 1997 年 11 月 14 日《证券投资基金管理暂行办法》的发布为分界,基金业的发展已经历了草创、规范两个阶段。1991 年 10 月至 1997 年 11 月是大陆基金业的草创阶段。这之前设立的一些以“中国”为投资概念的海外中国基金,对内地基金业的萌芽起到了示范与催生作用。1991 年下半年,中国大陆出现了第一批投资基金,如表 0-4 所列的珠信基金、武汉基金、南山风险基金、创业基金等。1992 年我国基金获得了比较迅速的发展。截至《证券投资基金管理暂行办法》发布时,我国已有基金 75 支,基金面值 58 亿多元,市值约 100 亿人民币,平均规模 8 000 万元。其中规模最大的是深圳天骥基金,为 5.815 亿元,最小的是武汉基金第一期,为 0.1 亿元。另有 47 支基金类受益券,平均规模 3 000 万元人民币。这一阶段我国基金业的特点是:基金发起不规范、基金运作不规范、基金监管不规范、基金规模普遍偏小、基金经营效率低等。《证券投资基金管理暂行办法》颁布后,基金业的发展进入规范阶段。

这阶段逐渐发行了一批“新基金”，如表 0—5 所列的基金开元、天元、金泰、金鑫、裕阳、裕隆、兴华、兴和、安信、安顺、普丰、普惠、泰和、同益、同盛、景宏、汉盛等。截至 1999 年 11 月 1 日，新基金总面值 410 亿元。但与之相对照，早在 1998 年末，我国全部金融机构各项存款余额达 95 698 亿元，各项贷款余额为 86 524 亿元，城乡居民储蓄存款余额为 53 408 亿元。到 1999 年 7 月，沪深两地股市总市值达 2.85 万亿元人民币，流通市值 9 100 多亿元。截至 1999 年 9 月 14 日，全国金融机构总资产达到 152 503.74 亿元。基金资产所占比例远未达到美国等发达金融市场的水平。由于发展投资基金有利于机构投资者的培育、有利于促进我国证券市场进一步发展与稳定、有利于完善我国金融市场体系、有利于政府对证券市场的间接管理、有利于提高金融运行效率，我国投资基金今后无疑会得到更大的发展。基金业更为灿烂的前景翘首可待。

表 0—4 第一批投资基金一览表^①

地区	基金名称	发行日期	基金规模 /亿元	基金类型	期限/年	发起人
珠海	珠信基金	1991/8	0.693	封闭	5	珠海国投
武汉	武汉基金	1991/10/4	0.1	封闭/契约	2	武汉证券公司

^① 陈宪等：《投资银行实务：基金与组合投资》立信会计出版社 1993 年版，第 149 页。

6 基金管理公司投资策略

续表

地区	基金名称	发行日期	基金规模 /亿元	基金类型	期限/年	发起人
深圳	南山风险基金	1991.10	0.8	封闭/契约	10	南山区基金管理公司
天津	创业基金	1991/12/24	0.7	封闭/公司	无期限	天津信投

表 0-5

新基金一览表

基金名称	发行日期	基金规模 /亿元	基金类型	期限/年	管理人
开元	1998/3	20	契约/封闭	15	南方基金管理有限公司
天元	1999/8	30	契约/封闭	15	
金泰	1998/3	20	契约/封闭	15	国泰基金管理有限公司
金鑫	1999/10	30	契约/封闭	15	
裕阳	1998/7	20	契约/封闭	15	博时基金管理有限公司
裕隆	1999/6	30	契约/封闭	15	
兴华	1998/4	20	契约/封闭	15	华夏基金管理有限公司
兴和	1999/7	30	契约/封闭	15	
安信	1998/6	20	契约/封闭	15	华安基金管理有限公司
安顺	1999/4	30	契约/封闭	15	
普丰	1998/12	20	契约/封闭	15	鹏华基金管理有限公司
普惠	1999/7	30	契约/封闭	15	
同益	1999/4	20	契约/封闭	15	长盛基金管理有限公司
同盛	1999/11	30	契约/封闭	15	
景宏	1999/4	20	契约/封闭	15	大成基金管理有限公司
景福		30	契约/封闭	15	
汉盛	1999/4	20	契约/封闭	15	富国基金管理有限公司
汉兴		30	契约/封闭	15	

续表

基金名称	发行日期	基金规模 /亿元	基金类型	期限/年	管理人
泰和	1999/4	20	契约/封闭	15	嘉实基金管理 有限公司

注:(1)截至1999年11月1日,另有基金长阳、湘证、巨博分别由大成、博时、大成基金管理公司管理。它们都是由“老基金”经规范延期而来,规模分别为2亿元、2亿元、2.5亿元。

(2)截至1999年11月1日,景福、汉兴还未公告发行日期。

2. 基金管理公司的地位与作用。

基金业由基金持有人、基金管理人、基金托管人等三个直接主体与基金这一个客体构成。另外,基金承销人与政府监管部门则属于基金业中的间接主体。在基金业的直接当事人中,基金持有人的权利与义务有:申购、赎回或转让基金单位;出席或委派代表出席基金持有人大会,讨论、决定基金重大事宜;监督基金经营情况,获取基金业务及财务状况的资料;取得基金收益;取得基金清算后的剩余资产;遵守基金契约;缴纳基金认购款项及规定的费用;承担基金亏损或终止的有限责任等。基金管理人(基金管理公司)的职责为:发起、设立基金;从事基金管理;按照基金契约的规定运用基金资产投资并管理基金资产;保存基金的会计帐册,编制基金的财务报告,及时公告并向证监会报告;计算并公告基金资产净值;及时、足额向基金持有人支付基金收益等。基金托管人的职责为:安全地保管基金的全部资产;执行基金管理人的投资指令,并负责办理基金名下的资金往来;监督基金管理人的投资运作,发现基金管理人违规