

金融手册系列丛书

# Alternative Investment

弗兰克·J·法博齐 主编

Frank J.Fabozzi

# 热门投资

## HANDBOOK OF FINANCE

本套丛书由全球190多名专家合作编写而成。在不断演进的金融学领域，这种广泛的人才汇聚所形成的合力，是本套丛书能够涵盖全部的金融学成熟和新兴理论、包含各类金融工具和金融应用的原因所在。这套多卷式的参考丛书对金融的各领域进行了详细概括，有助于读者认识“金融”这个大概念下的各个主要问题。



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

金融手册系列丛书

# Alternative Investment

弗兰克·J·法博齐 主编  
Frank J.Fabozzi

# 热门投资

图书在版编目 ( CIP ) 数据

热门投资 / (美) 法博齐主编; 传神译. —北京:  
中信出版社, 2016.8  
(法博齐金融手册系列丛书)  
书名原文: HANDBOOK OF FINANCE VOLUME I  
ISBN 978-7-5086-6226-8

I. ①热… II. ①法… ②传… III. 金融投资—基  
本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 105907 号

Handbook of Finance Volume I Financial Markets and Instruments by Frank J.Fabozzi

ISBN: 978-0470078143

Copyright ©2008 by John Wiley & Sons, Inc.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal  
Simplified Chinese translation Copyright © 2016 by CITIC Press Corporation

All Rights Reserved.

本书仅限中国大陆地区发行销售

热门投资

主 编: 弗兰克·J·法博齐

译 者: 传 神

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京楠萍印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16

版 次: 2016年8月第1版

京权图字: 01-2009-6000

书 号: ISBN 978-7-5086-6226-8

定 价: 82.00元

印 张: 29.75 字 数: 550千字

印 次: 2016年8月第1次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由销售部门负责退换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

## 序

过去20多年里，金融方面各类优秀的参考书数不胜数，摆满了金融专家们的书桌。在企业财务管理、金融工具、投资策略、结构性融资、资本预算、衍生品等方面，各类参考书应有尽有，书单还可以继续列出长长的一串。但是，要想真正认识全球金融市场，我们就需要透彻地理解财务决策的制定者们（包括公司财务主管、首席财务官、投资经理、交易员以及证券分析师等）是如何做出财务决策的，他们在这个过程中又运用了哪些金融工具。从这个方面看，我们不难把握本套丛书的写作意图。

金融，就是运用经济学的各项原则和理念来制定经济决策，解决财务问题。金融可分为三大领域：金融市场和金融工具，财务管理，投资管理。

就金融市场和金融工具而言，具体是指金融市场在经济中的作用、金融市场的组织结构、市场效率、金融市场的各类参与者（例如，政府、监管部门、金融机构、投资银行和证券公司，机构投资者和散户投资者等），此外影响资产价格和利率的各种因素也包括在内。

财务管理，有时也称企业金融，是一个专业的金融领域，主要是指一个经济体内部的财务决策活动，包括多种具体决策行为。（尽管有时也将财务管理称为公司金融，但财务管理的原则通常应用于市政和非营利机构的管理活动中。）我们可以将财务管理决策分为两类：投资决策和融资决策。投资决策是指资金的运用，包括购买、持有或者出售各类资产等。通常，购买的资产要么属于运营资本，如存货、应收账款，要么属于长期资产。与前者相关的决策行为可以称为营运资本决策，而与后者相关的决策行为则称为资本预算决策。财务决策是指企业取得资金用于投资获益，并为日常经营提供资金支持。这通常也涉及公司对资本结构的选择，即公司如何分配权益资本和债务资本来为公司运作提供支持，而这也就是人们所称的资本构成决策。财务决策的内涵不止于此，公司收益的留存比例如何划定，公司股利分配额度如何确认，这都属于财务决策的内容。其中，后一项财务决策也称股利决策。无论是投资决策还是融资决策，都取决于两项因素：预期收益和风险。预期收益是指潜在利益与潜在成本的差额。风险是指与预期收益紧密相关的不确定性。

投资管理是金融的另一块领域，主要侧重于为机构投资者和个人进行资产组合管理。投资管理也称资产管理，主要工作包括：与客户一起制订投资目标，并为此做出投资决策，选择与投资目标和投资决策一致的投资策略，根据投资策略，构建包括各

类资产在内的投资组合。投资管理的第一步，就是要决定在各大类资产（如股票、债券、房地产、另类投资等）之间如何进行资金分配。这项决策也称资产配置决策，要求投资者对特定资产的预期收益和相关风险有全面透彻的认识。由此我们可以看出，对预期收益和风险的全面认识有多么重要。投资策略可分为积极和消极两类，具体采用哪一类，要根据客户对目标资产市场效率（如获取超额收益的难度）的判断来确定。进入构建资产组合这个阶段，为实现最优的投资组合，需要在投资策略中的各项限制范围内，按照客户的投资目标，针对可能纳入资产组合的各项具体单项资产，对其预期收益和风险进行评估。

这三个领域的具体实施，还涉及其他领域的金融理论和分析工具。例如，资产定价理论和利率决定理论就是从经济学的其他理论衍生出来的。实际上，许多学院派人士都把金融称为金融经济学。有的投资管理策略要用到心理学的理论概念，由此衍生出行为金融学这一全新的专业领域。金融市场高度复杂的特点，要求金融从业人员充分利用统计学和计量经济学的知识分析资产价格和收益的波动，并采取有效的风险管理措施。在融资管理和投资管理中都得到普遍应用的金融风险管理，也要用到这些工具。同样利用这些工具，投资经理做出投资模型测试各类投资决策，并将投资模型运用到对衍生品这类复杂的金融工具进行估值（定价）的过程中。运筹学和管理学的数学模型十分复杂，可以帮助投资经理和财务经理做出最优的资产配置决策，在构建资产组合和选择资本项目等业务中起到重要作用。仿真模型是运筹学的工具之一，在公司的多项业务活动和投资决策中，公司经理将这一模型发扬光大。金融工程学有时也称金融数学，是金融学中一个相对较新的领域，主要利用统计和数学工具，来研究解决金融和风险管理领域的问题。

这套多卷式的参考丛书对金融的各领域进行了简要概括，有助于读者认识“金融”这个大概概念下的各个主要问题。市面上也有对金融特定领域进行介绍的参考书，本套丛书希望不仅能够涵盖上述各个领域，还能作为金融专家以及经济学专业学生的参考资料。

本套丛书不仅涵盖了金融学的成熟内容，还囊括了金融领域的最新理论和鲜活实践。各章节不仅有业界和学界的全球知名专家的贡献，还具有下列独到的特点：

- 本套丛书由全球 190 多名专家合作编写而成。在不断演进的金融学领域，这种广泛的人才汇聚所形成的合力，是本套丛书能够涵盖金融学全部的成熟和新兴理论、包含各类金融工具和金融应用的原因所在。

- 本套丛书既关注金融领域的技术研究，也重视金融领域的管理实践。对于研究人员、教育工作者、学生以及实际操作者来说，这种思路一方面有利于他们更均衡全面地增强对金融各专题的认识，另一方面也为他们处理金融领域各类问题提供了所需的背景知识。

- 本套丛书提供了大量范例和表格数据，对复杂的专题进行了详细说明，这有利于读者的进一步学习。

## 第一部分 房地产

第1章 房地产投资 .....	3
房地产市场 .....	5
房地产的关键特征 .....	6
房地产投资 .....	7
选择房地产的原因 .....	13
国际房地产投资的特殊问题 .....	16
象限的关系：房地产真的是资产吗 .....	19
第2章 个人投资者的商业房地产投资 .....	21
地点的重要性 .....	22
多样化的重要性 .....	23
投资商业房地产的特别优势 .....	23
房地产的不利条件 .....	26
商业组织形式 .....	29
第3章 商业房地产的类型 .....	35
公寓大楼 .....	36
共管公寓 .....	37
分时度假 .....	38
未开发土地 .....	39
自储存设施 .....	41
餐厅 .....	42
购物中心 .....	43

娱乐设施 .....	44
办公大楼 .....	45
停车场 .....	47
酒店和汽车旅馆 .....	49
工业用地 .....	49
<b>第4章 商业房地产贷款和证券 .....</b>	<b>51</b>
贷款发放 .....	52
房产级贷款 .....	54
CMBS .....	59
REITs .....	62
REITs 证券和 CMBS 评价 .....	63
<b>第5章 商业房地产衍生品 .....</b>	<b>67</b>
商业房地产衍生品的作用和投资者 .....	68
示例：期货合同 .....	69
$\alpha$ 收益示例 .....	70
资本回报率互换示例 .....	71
房地产指数 .....	72
收入和资本回报率 .....	73
基于评估的参数 .....	74
基于交易的指数 .....	75

## 第二部分 另类投资

<b>第6章 另类资产类别 .....</b>	<b>85</b>
超级资产类别 .....	86
资产分配 .....	88
<b>第7章 对冲基金 .....</b>	<b>93</b>
对冲基金与共同基金 .....	94
对冲基金的种类 .....	95
对冲基金策略 .....	96

对冲基金应该是投资计划的组成部分吗 .....	111
对冲基金的业绩稳定吗 .....	111
对冲基金投资策略 .....	112
选择对冲基金管理机构 .....	115
<b>第 8 章 风险投资简介 .....</b>	<b>121</b>
风险投资机构的作用 .....	122
商业计划 .....	125
风险投资行业当前的结构 .....	131
融资阶段 .....	138
<b>第 9 章 评估共同对冲基金策略中的对冲基金投资风险 .....</b>	<b>143</b>
固定收益策略 .....	144
事件驱动策略 .....	151
股票策略 .....	154
<b>第 10 章 用有形商品使投资组合多样化 .....</b>	<b>159</b>
有形商品的优势 .....	160
如何进行商品投资 .....	164
<b>第 11 章 商品投资基本原理 .....</b>	<b>167</b>
市场参与者 .....	168
商品部门 .....	169
自有商品作为一种资产类别 .....	170
商品交易所 .....	176
风险和业绩特点 .....	177
用商品优化投资组合 .....	181
<b>第 12 章 艺术品金融 .....</b>	<b>183</b>
艺术品市场指数 .....	184
将艺术品视为另类资产 .....	188
艺术品基金 .....	190
<b>第 13 章 寿险保单贴现投资 .....</b>	<b>193</b>
投资特点 .....	194



估值 .....	195
基础人寿保险 .....	199
寿险保单贴现投资组合 .....	203

## 第三部分 投资公司、交易所交易基金和人寿保险产品

<b>第 14 章 投资公司</b> .....	209
投资公司类型 .....	210
基金销售费用和年运营费用 .....	213
投资共同基金的优势 .....	217
根据投资目标划分的基金类型 .....	218
基金家族的概念 .....	219
共同基金的课税 .....	222
对基金的监管 .....	223
基金的结构 .....	225
共同基金行业的最近变化 .....	226
共同基金与交易所交易基金 .....	227
<b>第 15 章 交易所交易基金</b> .....	231
交易所交易基金与某些竞争产品的历史和结构 .....	232
交易所交易基金和其他可交易的一揽子产品 .....	234
<b>第 16 章 投资型寿险</b> .....	245
保险 .....	246
投资型寿险 .....	258
<b>第 17 章 固定缴款计划的稳定价值投资选择</b> .....	269
稳定价值产品的需要 .....	270
稳定价值筹资工具的类型 .....	271
稳定价值产品的购买者 .....	276
稳定价值产品的共同特征 .....	277
合约的发行 .....	282
计划筹资者管理问题 .....	283

发行人考虑因素 .....	288
资产/负债管理 .....	289
承保 .....	290
法律和监管问题 .....	292
吸取到的一些历史教训 .....	292
不同稳定价值选择筹资工具的优缺点 .....	294
本金保护产品的新发展 .....	294

## 第四部分 外汇

<b>第 18 章 即期外汇</b> .....	299
简史 .....	301
外汇风险 .....	302
基本用途 .....	302
特征 .....	303
主要参与者及其作用 .....	304
即期外汇 .....	305
即期外汇交易 .....	306
交叉汇率 .....	308
价格决定因素 .....	309
风险考虑 .....	311
询价 .....	312
<b>第 19 章 外汇衍生品简介</b> .....	315
外汇远期合约 .....	316
无本金交割远期外汇 .....	324
外汇掉期 .....	330
货币掉期 .....	332
外汇期货 .....	334
期货转现货交易 .....	338
<b>第 20 章 外汇期权</b> .....	341
外汇期权 .....	342

期权理论的基础 .....	353
期权溢价 .....	356
其他考虑因素 .....	358

## 第五部分 通胀对冲产品

<b>第 21 章 通胀挂钩债券</b> .....	365
通胀、投资和消费 .....	367
通胀债券的基本理论和结构 .....	368
为何选择通胀挂钩债券 .....	370
通胀挂钩债券的表现 .....	374
持续发行 .....	381
<b>第 22 章 通胀衍生工具</b> .....	383
通胀衍生工具市场 .....	384
通胀基础知识 .....	385
通胀产品 .....	394
ISDA 通胀衍生工具文件 .....	402

## 第六部分 证券金融

<b>第 23 章 证券借贷</b> .....	407
何为证券借贷 .....	408
贷方和中介机构 .....	416
借款动机 .....	421
市场机制 .....	424
金融风险 and 风险管理 .....	428
<b>第 24 章 股票借贷市场的机制</b> .....	431
借贷过程 .....	432
贷方 .....	433
借方 .....	434

折扣率的决定因素 .....	435
<b>第 25 章 证券借贷、市场流动性以及基于资本市场的金融业 .....</b>	<b>437</b>
重大转变：基于资本市场的金融业的兴起 .....	438
融资的复杂性及集约化 .....	440
流动性的核心作用 .....	441
新兴官方共识：大力促进资本市场和证券借贷 .....	448
<b>第 26 章 证券回购协议和美元回购 .....</b>	<b>449</b>
证券回购协议 .....	450
美元回购 .....	459

# 第一部分 房 地 产

- 第 1 章 房地产投资
- 第 2 章 个人投资者的商业房地产投资
- 第 3 章 商业房地产的类型
- 第 4 章 商业房地产贷款和证券
- 第 5 章 商业房地产衍生品



## 第1章

# —— 房地产投资 ——

**【摘要】** 房地产是一个多层面的投资资产类别，从交易市场、地理位置、物业类型、杠杆和投资结构等角度均可对其进行定义。公共债券、私募债券、公开上市股权、私募股权四个投资领域以其不同的属性为特征，以各种不同的形式，有时甚至是以免费赠送的形式为投资者的投资组合做出贡献。房地产有两个特点：其一，即使在十分恶劣的市场周期中这类资产也可以在某种程度上保值；其二，每一项物业都同时显示出债券式和股票式的投资行为。尽管估值存在一定的困难，且缺乏透明度，房地产投资仍作为一类衍生工具在开拓并不断扩大着。房地产投资领域各部分的关系可以为建立多元化的投资组合提供广阔的空间。

人人都知道房地产！人们拥有自己的房子，在酒店住宿，在商场和便利店购物，租用公寓，将废旧的家庭用品储存在储藏间，在写字楼和制造工厂里工作，从机场出发旅行，开车跨越桥梁，吃来自农场的食物，用于酿酒的葡萄，无不涉及被看作房地产的土地。房地产是一种无处不在的资产，只要涉及土地，那么土地上的任何（或可能的）东西都可能被认为是房地产资产类的一部分。

什么是房地产投资者？任何人都可以成为这类资产的投资者。任何拥有自己房子的人，都是一个投资者，即使投资不是他们拥有自己房子的主要动机。无论投资者是否愿意，当出售房产时，所获收益与所支出的总成本不一定相对等。作为个体，涉足房地产投资，购买和经营两个单元的公寓楼；拥有费城的三层楼房，住在第一层，另外两层楼用来出租；在公开股票市场购买 REITs（房地产投资信托基金）；参与投资小型存储设施或酿酒庄园开发用土地的私募投资；执行共同财产所有者（TIC）交换，以减少出售资产的增值税；以上这些都是个人可以参与房地产市场投资的例子。

本章试图（少量）缩小房地产的定义范围，以便机构投资者查看和利用房地产。虽然如此，但令人惊讶的是，机构投资者在制定并实施投资战略时，难以依赖其直觉。在房地产投资的数学领域仍然有待发展，交易工具依然难登大雅之堂，但在 20 世纪 90 年代和 21 世纪初已经取得了重大进步。我们将在本章详细介绍这些工具。

房地产投资的机构包括公共和企业养老基金，学术和其他捐赠基金会，以及国内外家族信托基金。机构投资者利用房地产期望达到一系列目标：较高的绝对回报率，总体投资组合的风险管理，实现高收益，对冲通胀，低波动性，以及确保投资组合准确地反映整个投资领域的状况。机构投资者最适合在自己的投资组合中配置房地产，由于个人拥有的房地产投资途径很有限，因此我们称这些资产为机构优质房地产。个人可以在公开市场购买 REITs，这是一个在 20 世纪 90 年代才出现并形成合理规模的市场，目前已有一些规模足够大的房地产基金被各类股票指数包括在内，例如标准普尔 500 指数。相比之下，机构投资者可以投资于单个物业，或通过一个或多个投资途径，如 REITs、私人抵押贷款、商业抵押贷款支持证券（CMBS）等进行投资，也有国内和国际的可供选择。

虽然许多林场、农田、基础设施（如收费公路、机场）以及某些形式的住宅投资是机构投资范畴的一部分，但这些并不包含在本章之内。需要在此预先说明，不能仅仅因为一些品种占用了土地，就说它是房地产机构投资范畴的一部分。资产的定义是，不同的组成部分具有相同的行为特征，对共同驱动力产生共同的反应。



## 房地产市场

机构房地产投资包括私募股权、公开上市股权（REITs 和其他公开交易的股票文书）、私人抵押贷款、公共债券或 CMBS 4 个领域。目前还无法完全准确地统计该投资领域的资金总规模，只能估计大致在 4 万亿美元。此外，还有 1 万亿~2 万亿美元的规模，是由非投资者所拥有的房地产。虽然公共债券市场发展迅速，并正在通过捆绑贷款、证券化以及分批出售的方式从私募债券市场分享更多的份额，但投资领域中最大的部分仍然是私募债券。产权投资市场约占总市值的 35%，但在经历 10 年的增长后，由于大量交易由公开市场向私募阵地转移，公开市场已开始失去份额。其实，公开市场是一个持有和评估房地产资产最适宜之处，这一点从来没有得到完全澄清。

在各种房地产投资类别和所谓的房地产投资领域中，类型、地点、管理方式和方法均涉及范围很广，以下仅列举其中几点：

- 房地产具备高流动性（例如，持有较少的 REITs）和高非流动性（例如，正在开发的度假物业）。
- 有小面积的房地产单元（例如，独立的星巴克咖啡店）和十分大型的房地产集群（例如，波士顿保诚保险中心，是集办公场所、零售场所和住宅为一体的商住两用建筑）。
- 投资者可以管理一座建筑或建筑组群。

被列为“房地产”名目下的物业类型包括：办公场所，零售场所（独栋、社区、片区、时尚生活中心、大型商场），公寓（位于市郊或人口密集市区的大型和小型复合型场所、自建房屋和钢结构房屋），工业楼宇和工业园区（24 小时运作的老式 24 英尺净高的现代机器驱动的物流设施），小城镇的旅馆和大城市的会议酒店，以及拥有高尔夫球场、温泉、餐厅和零售商店的夏威夷度假胜地。这类资产的地理范围包括：美国城市、郊区、农村、度假胜地，北部、南部、东部、西部，州、市各级市场，一级城市、二级城市、三级城市，欧洲的新兴市场和原有市场，日本、澳大利亚、中东和拉丁美洲。

房地产有多种投资结构：直接投资，投资者直接购买房屋；间接投资，投资者通过顾问购买和管理房屋；混合投资，投资者合伙共同购买房屋的组合；开放式混合基金，投资者可要求赎回其资金；封闭式基金，在一定时间内投资资本主要呈锁定状态。

房地产投资者可通过债务工具投资将资金借给他人，或者可以投资购买由他人发行的抵押贷款，并卖给其他人。另外，投资者还可以利用其房地产股票或债券投资的