

- (在相关约束下) 设定投资目标
- 发展和执行某投资组合战略
- 监控投资组合
- 调整投资组合

这四个运用于固定收益投资组合管理的步骤展示在图 6-1 中。为便于解释, 图 6-1 把第二项活动 (发展和执行某投资组合战略) 拆成独立的部分并分别与其第三项和第四项活动 (监控和调整投资组合) 合并。

如图 6-1 所示, 投资管理过程的基本特点对固定收益投资组合或是其他任何类型的投资都是相同的。风险、收益和约束条件是首先考虑的。如果客户是需要交税的投资者, 投资组合分析就必须基于税后, 而关于固定收益资产的节税配置问题就被突显出来了。对任何种类的客户而言, 基于在投资策略说明或投资者对经理的委托书中所陈述的客户需求, 固定收益投资组合经理必须在适当的参考基准方面与客户达成一致。

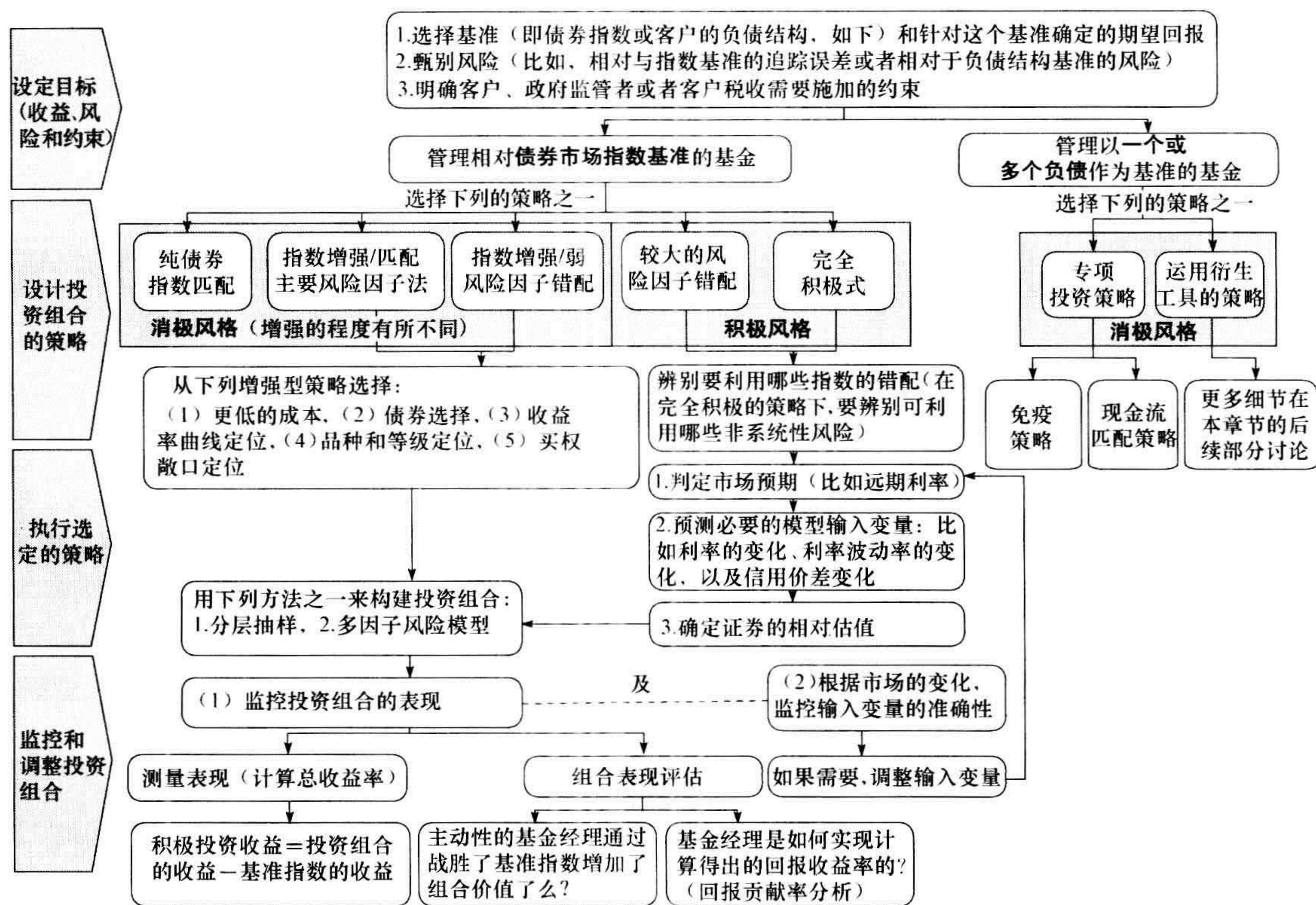


图 6-1 固定收益投资组合管理过程

广泛地说, 就投资目标而言, 投资人可分为两类。第一类投资者不需要将投资匹配负债作为特定的目标。比如, 一个债券共同基金在选择怎样投资它的基金时有很大的自由度, 因为它没有债务, 也就不需要特别的现金流来满足这些债务。基金从投资者处收到现金并利用自己的专业性代其投资, 但基金不向投资者保证某一程度的收益率。一个不着眼于债务匹配的投资者 (或经理人) 一般会选择一种债券市场指数作为投资组合的基准; 投资组合的目标是符合或超过指数收益率。换句话说, 债券市场指数即充当投资组合的基准。

第二类投资者有需要偿付的某一种负债 (或一组负债)。比如, 有些投资者在某一利率水平

借入资金、创造了一种负债，所以要用投资组合来平衡。其他投资者因为做出的法律承诺而制造了某种负债，比如养老金固定收益计划下的支出。有些投资者可能有以退休需求表示的准负债，在投资组合管理中这些可被当做负债处理。拥有负债的投资者将用投资组合是否能产生足够支付负债需要的现金流来衡量投资是否成功。换句话说，满足负债是他们的投资目标，因此这也成为投资组合的基准。

稍后，我们会具体检验被管理的基金，确保投资者的负债都能被偿付。但暂时，让我们集中在相对于债券市场指数的投资组合管理上。

6.3 管理相对债券市场指数的基金

本节要从投资者的角度来解决固定收益投资组合的管理问题，该投资者没有负债并选择了债券市场指数作为管理投资组合的目标（如图6-1所示）。

消极管理战略假设市场预期是基本正确的，或者准确地说，投资经理没有不同意这些预期的理由——可能是因为经理在预测方面没有特别的专业性。当为一个投资组合设定了一个和基准完全相同的风险概况（比如利率敏感度和信用等级）并追求一种消极策略，投资经理就很愿意去接受一个平均水平的风险（由基准和投资组合的风险概况来定义）和一个平均水平的收益率（由基准和投资组合的收益率来衡量）。在一种消极策略之下，不仅经理不必做独立预测，而且投资组合应该非常紧密地钉住基准指数。

积极管理策略很大程度上依赖于经理人的预测能力。积极的经理人认为他们在预测利率、评估信用等级或在其他一些可以挖掘市场机会的方面有过人之处。如果经理对于未来影响固定收益证券收益率的因素（如利率或信用利差变动）的预测比那些已经反应在固定收益证券价格上的预测更准确，那投资组合的收益率应会提高。经理们相对于基准可以做一些小的错配（升级）或大的错配（真正的积极式管理）来发挥他们的专业性。

做出针对基准指数的基金的重大管理决定后，下一步就是选择一个或更多适合的投资策略。策略可以被编成系列组合，这将在下一节中进行解释。

6.3.1 策略的分类

关于这个讨论^①，沃尔珀特（2000，pp. 85-88）提供了一个对固定收益投资策略分类很完善的方法。在图6-1中，在“发展某投资组合战略”右边的一组加了阴影的方框显示了五种不同等级的策略类型，分别介于完全被动与完全主动式管理之间。这些类型可以被这样表述。

（1）纯债券指数化法（或完全复制法）。这里的目标是创造一个与基准组合完美契合的投资组合。纯债券指数化法通过买入所有被列入指数中的债券、且持有比例与指数相同来复制该指数。百分之百复制通常是非常困难的，而且执行起来也很昂贵。一个典型的债券指数（特别是非国债指数）的问题是流动性非常差，而且极少交易。为此，人们很少尝试完全的复制债券指数，因为难操作、效率低、执行成本高。

（2）主要风险因素匹配的增强型指数化法。^②这种管理风格采用一种抽样法来尝试匹配主要

① 在此注释专用名词“投资风格”和“投资策略”在金融领域经常被相互交换使用。在这一章里，我们更常使用“风格”一词（比如说主动或被动时）。一种投资风格可能包含许多不同的策略，而策略是用来实现投资组合目标的技巧或者方法。

② 因素配比被认为是除一些权威品种外进行指数化的一种可供选择的执行手法。

的指数风险因素从而实现一个比完全复制法下更高的收益率。主要风险因素（primary risk factors）往往是影响债券定价的重大因素，比如说利率水平的变动、收益率曲线的反转和国债与非国债之间价差的变动。

- 投资其中一部分债券，而不是整个指数，投资经理降低了投资组合的构建和维护成本。尽管抽样法比完全复制法在追踪指数方面更加松散，但这个劣势被认为能被低成本这一特点来抵消掉。
- 配对主要风险因素，投资组合被导致市场变动的大事件所影响（比如利率水平的变动、收益率曲线的反转和国债与非国债之间价差的变动），影响的程度与基准指数相同。举例来说，投资组合经理可能试着利用那些被认为被低估的债券来增强投资组合的收益率。

(3) 小规模风险因素错配的增强型指数化法^①。在匹配久期（利率敏感度）的同时，这种风格允许经理在管理投资组合时倾向于任何其他的风险因素。经理可能试着追求在特定品种、等级、期限结构等方面的相对价值来渐渐提高收益率。这种错配或是不一致的规模较小，而且只是用于简单地提高投资组合的收益率以足够克服投资组合与指数之间的管理成本差价。

(4) 大规模风险因素错配的积极管理。此风格与增强型指数化的区别就在于程度不同。这种风格意味着在主要风险因素上故意制造出比第三种风格更大的错配，即绝对的积极管理。投资组合经理在市场上主动寻求机会来提高收益率。相对于 AA/Aaa 级债券，这些经理可能会配置更多的 A 级债券，配置更多的公司债券而不是国债，敞开投资组合的头寸来利用一次预期收益率曲线反转的机会，或者把投资组合的久期调整到与基准指数的久期稍有不同来利用一次察觉到的机会。经理的目标是产生足够大的收益来充抵这种投资风格在控制风险时产生的额外交易成本。

(5) 完全积极管理。完全积极管理可能涉及在久期、品种权重配比和其他因素的激进式错配。

以下的章节将针对这些管理风格给出更多的信息和评价。

6.3.2 指数化（纯指数化和增强型指数化）

首先，我们先问一个很直接的问题：“为什么投资者应该考虑投资一个指数化的投资组合？”事实上，债券指数化的存在有以下多个理由。

- 指数化的投资组合比主动管理的账户费用更低。指数化投资组合的顾问费也许只有百分之几，而主动式管理的经理一般收取 15% ~ 50% 的顾问费。指数化投资组合的非雇用费用（比如管理费），同样也要低得多。
- 要持续地跑赢一个大型市场指数是一项艰巨的任务，特别是当投资者必须克服主动式管理带来的高额费用和成本。
- 大型债券指数投资组合是一种极好的分散化工具。每个最主流的美国债券市场指数都至少包含 5 000 个债券品种并拥有以万亿计数的市场价值。这些指数包含一系列到期日、品种和等级^②范围很广的债券。指数化投资组合内在的分散化特性带来的结果是，在给定的收益水平上，越分散的投资组合承担的风险较小。

1. 选择基准债券指数：总体思考 一旦要做和指数有关的决定，重要的后续问题始终存在：

① 这里的小规模（small）是指错配的规模小，而不是风险水平小。

② “等级”是指债券的违约风险。这可以用债券等级来衡量，比如标准普尔/穆迪投资者服务 AAA/Aaa、AA/Aa、A、BBB/Baa 和其他。