

证券投资 资产配置决策

郑木清 著

01001000100

Dynamic databases 01



中国金融出版社

证券投资资产配置决策

郑木清 著

 中国金融出版社

责任编辑:张哲强

责任校对:刘 明

责任印制:丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

证券投资资产配置决策/郑木清著. —北京:中国金融出版社,
2003.12

ISBN 7-5049-3215-9

I. 证…

II. 郑…

III. 证券投资—资金管理—研究

IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 102136 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66024766 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 140 毫米×203 毫米

印张 14.625

字数 380 千

版次 2003 年 12 月第 1 版

印次 2003 年 12 月第 1 次印刷

印数 1-2590

定价 30.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序

本书是郑木清同志对证券投资资产配置决策进行深入研究的一部力作。

资产配置是现代证券投资决策中的首要环节，是决定证券投资安全性和收益性的根本因素。资产配置尤其是战略性资产配置是对系统性风险的最强有力免疫手段。国际上，关于资产配置的较大量研究起步于 20 世纪 80 年代，至今已有二十多年的历史。虽然这时期以来已取得了不少研究成果，然而迄今仍未建立起全面和深刻的体系。在我国国内，关于资产配置的系統研究，至今仍是一片空白。在这一背景下，作者对资产配置决策的系统研究无疑具有十分重要的理论意义和现实意义。

在本书里，作者建立了完整的积极资产配置决策的科学体系和应用框架，解答了机构投资者为什么要实行积极资产配置决策和如何实行积极资产配置决策的问题，并提供了正处全球化背景的中国机构投资者应取的资产配置决策方向。

通读郑木清同志的这部论著，不难总结出该书的几大特色。

一、完整性。在本书里，作者构建了积极资产配置决策的完整体系和应用框架。这一体系和框架包含以下范围和内容：积极资产配置决策的必要性和可行性；积极资产配置的层次结构（如战略资产配置和战术资产配置等）；积极资产配置决策的依据；积极资产配置决策的技术和积极资产配置的風險免疫等。

二、创新性。作者在资产配置决策的若干主题具有重要的创新性研究成果。例如，关于机构投资者积极资产配置决策的必要性和可行性，作者指出，市场的非完全有效性决定了机构投资者

实行积极资产配置决策的必要性，而迟缓信息的存在则提供了机构投资者实行积极资产配置决策的可行性。这就不仅解释了目前在西方发达国家证券市场上机构投资者进行积极资产配置的必要性，而且解释了当前在中国、韩国等发展中国家证券市场上机构投资者进行积极资产配置的必要性。又如，在资产配置技术上，作者指出，下偏风险厌恶模型架下的动态资产配置模型在理论上具有更强的科学性和合理性，在实际应用上具有诸多优越之处。

三、可应用性。在本书中，作者提供了资产配置决策的一系列方法和技术，包括战略资产配置的决策依据，资产配置的基本模型，股票风格配置、股票行业配置、债券风格配置和全球资产配置的技术，资产配置的免疫技术等等。

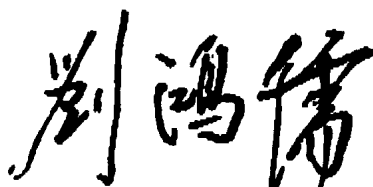
关于战略资产配置的决策依据，作者提供了经济周期的深度识别和监测方法，以及股票、债券投资收益预测方法，并且详细给出了机构投资者在不同经济周期阶段上进行战略资产配置的基本规则。关于积极资产配置技术，作者提供了线性资产配置模型和非线性资产配置模型等两大类模型。关于股票风格配置，作者提供了风格配置的主要模淹。关于股票行业配置，作者提供了基于经济周期的行业相对表现分析框架，详细给出了机构投资者在不同经济周期阶段上进行股票资产行业配置的一般规则。关于债券资产配置，作者提供了各种适用的债券配置方法。关于全球资产配置，作者提供了全球经济周期识别和全球股票市场回报、全球债券市场回报预测的方法。此外，作者还提供了积极资产配置的各种有效免疫技术。

四、在我国的适用性。作者在全书中所构建的积极资产配置决策的完整体系，所提供的关于积极资产配置的一系列技术、方法和模型，尤其是书中对中国机构投资者资产配置决策取得的进步和不足之处所作的分析和总结，以及对正处于全球化背景中的中国机构投资者可行的资产配置决策取向所提出的意见，对于我

国投资者特别是机构投资者提高投资业绩和增强风险控制能力具有高度的适用性和直接的指导意义。

作者能写出这样一本力作不是偶然的，这是作者多年来积累的深厚的经济学、证券投资学理论功底和证券投资管理实践经验相融合的结果。作者毕业于复旦大学国际金融系，获得经济学博士学位，并在中国社会科学院法学研究所从事证券法和基金法方向的博士后研究，因此具有经济学和法学的双重理论功底。作者还曾先后任职于中国建设银行总行、海通证券公司和海富通基金管理公司，因此拥有丰富的银行、证券和基金管理实践经验。这些因素的总合决定了作者研究和撰写此书的成功。

我深信，本书的研究成果是对我国证券投资学科的丰富和发展，它的出版和发行将能推动我国证券投资学术界和机构界进一步深化对证券投资决策科学的研究，从而提高我国证券投资学的总体研究质量和应用价值。我也期待并相信，该书的研究成果将对我国证券投资机构提高资产配置决策水平、提高投资业绩和增强国际竞争能力产生有力的影响。

A large, bold, handwritten signature in black ink, reading '刘鸿伟' (Liu Hongwei).

2003年9月20日



作者简介

郑木清，经济学博士、法学博士后，现任海富通基金管理公司总裁特别助理。毕业于复旦大学国际金融系，获博士学位，并于中国社会科学院法学研究所从事经济法、民商法领域的博士后研究。曾先后任职于中国建设银行总行、海通证券公司和海富通基金管理公司。在证券投资决策、基金管理、证券法、基金法、利率风险管理、人民币国际化等领域有丰富和深入的研究成果，形成了较大的学术和实践影响。

作者拥有深厚的证券投资和国际金融理论功底，具有丰富的证券、基金和银行管理经验。在证券投资管理的相关领域，作者的主要代表性论著有：海富通眼中的中国证券市场(2003)，新价值投资理念 and 策略 (2003)，经济周期识别与机构投资者战略资产配置决策 (2002)，经济周期识别与机构投资者行业轮换战略 (2002)，机构投资者稳健投资守则探讨 (2001)，QDII、QFII、CDR 的制度安排及投资对策 (2001)，关于未来20年人民币利率趋势的预测 (1999)，积极稳健推进人民币利率市场化改革 (2000)，论人民币国际化的道路 (1995) 和 studies on the Internationalization of RMB(1996, 获Tokyo Foundation研究奖励)，等等。

作者任职于海通证券交易总部期间，为海通证券投资业绩的提高做出了贡献；作为中外合资基金的筹备组成员之一，参与创建了海富通基金管理公司；作为海富通基金管理公司总裁特别助理，为建设国际第一流专业基金管理公司的事业做出了重要贡献。

目 录

前言	1
第一章 积极资产配置的地位	26
第一节 资产配置的重要性	26
第二节 资产配置术语解释	29
第三节 积极资产配置的理论基础	31
第四节 本章小结	39
第二章 经济周期识别与战略资产配置决策	43
第一节 经济周期变迁与资产收益的变化	43
第二节 经济周期的识别和监测方法	50
第三节 经济周期识别与股市投资回报预测	66
第四节 经济周期识别与债券市场回报预测	82
第五节 经济周期识别基础上的战略资产配置决策	99
第六节 本章小结	100
第三章 积极资产配置决策的基本模型	107
第一节 固定比例资产配置模型	107
第二节 完全机动的战术资产配置模型	112
第三节 Hammer—Lodefink 概率决策模型	119
第四节 基于神经网络的非线性资产配置模型	133
第五节 下偏风险厌恶框架下的动态资产配置模型	152
第六节 本章小结	174
第四章 股票资产风格配置	188
第一节 股票风格的含义和意义	189

第二节	价值型与成长型之间风格配置的方法·····	206
第三节	多经理人之间风格配置的方法·····	217
第四节	本章小结·····	233
第五章	股票资产行业配置·····	235
第一节	经济周期识别对行业配置的意义·····	235
第二节	基于经济周期的行业相对表现分析·····	236
第三节	各时期的行业配置决策·····	248
第四节	本章小结·····	249
第六章	债券资产配置决策·····	254
第一节	积极型债券资产配置策略的含义和类型·····	254
第二节	债券资产配置最优化模型·····	277
第三节	积极型国际债券资产配置的基本框架·····	292
第四节	本章小结·····	306
第七章	全球资产配置决策·····	310
第一节	全球经济周期识别和全球股票市场回报 预测·····	310
第二节	全球经济周期识别与全球债券回报预测·····	329
第三节	全球资产配置的技术·····	338
第四节	全球股票资产的季节性配置·····	349
第五节	本章小结·····	363
第八章	积极资产配置的风险免疫·····	367
第一节	覆盖策略的运用·····	367
第二节	风格指数衍生产品的运用·····	386
第三节	本章小结·····	403
第九章	中国机构投资者资产配置决策·····	406
第一节	中国机构投资者资产配置决策的现状及其 评析·····	406

第二节 中国机构投资者未来的资产配置决策取向·····	423
第三节 本章小结·····	427
全书总结·····	431
参考文献·····	436
表索引·····	444
图索引·····	449
后记·····	453

前言

本书将对证券投资资产配置决策问题进行系统和深入的研究。在本前言里，作者将首先表达对若干敬重的师长的衷心感谢，然后详文介绍本书选题的背景、研究的意义、前人的研究成果、本书的创新及贡献所在等。

第一节 深深的鸣谢

长期以来，作者在学术研究事业成长过程中，得到了各位师长的持续关心和指导，作者表达对他们的深深敬佩和感谢。他们是：

全国政协副主席、北京大学法学院教授 罗豪才教授；

全国政协常委、北京大学光华管理学院院长 厉以宁教授；

全国政协委员、原中国证券监督管理委员会主席 刘鸿儒教授；

国务院学科评议组成员、复旦大学首席教授 苏东水教授；

国务院学科评议组成员、复旦大学应用经济学博士后流动站站长 姜波克教授（作者在硕士生和博士生时期的导师）；

中共中央对外联络部部长、复旦大学兼职教授 王家瑞教授；

海通证券股份有限公司董事长、复旦大学兼职教授 王开国教授。

同时，作者在此也要感谢长期以来在我学业成长过程中和在本书的研究及写作过程中，为我提供关心、指导和帮助的其他各

位尊敬的专家和教授。他们是：复旦大学国际金融系胡庆康教授、刘红忠教授，复旦大学经济学院院长、上海市人民政府决策咨询专家陆德明教授，复旦大学校友、上海财经大学戴国强教授、何建民教授，中国社会科学院法学研究所所长夏勇教授（作者的博士后导师）等。

第二节 本书选题的由来

资产配置是现代证券投资决策中的首要环节，是决定证券投资安全性和收益性的最根本因素。资产配置尤其是战略性资产配置是对“系统性风险”的最强有力的免疫手段。

国际上，关于资产配置的较大量研究起步于 20 世纪 80 年代，至今已有二十多年的历史。虽然已取得了不少研究成果，然而迄今仍未建立起全面和深刻的体系。例如，对于战略资产配置和战术资产配置，尽管西方学术界曾下过一些定义，然而这些定义大多不够清晰和明确，常引起相互之间的混淆。又如，对于经济周期变迁与战略资产配置、行业配置的关系，对于债券风格配置，对于积极资产配置的风险免疫等诸问题至今更不见有深入细致而可行的研究。

在我国国内，关于资产配置的研究，至今仍是一片空白。在证券投资学术界，对资产配置鲜见有研究成果。在证券投资实业界，在 2001 年中期以前，亦极少提及资产配置这一术语，更谈不上在投资实践中加以运用。2001 年下半年以来，中国股票市场指数下降幅度达 40%，众多机构投资者和个人投资者亏损累累，这一惨痛的现实已使个别机构投资者认识到，资产配置在投资决策中具有极端的重要性，不懂得科学运用资产配置就意味着存在着巨大的投资风险。近期以来有个别机构投资者已表示将重视资产配置的研究，并尝试应用于投资实践中。然而令人十分遗

憾的是，时至今日，绝大多数的机构投资者和个人投资者仍然未能认识到资产配置决策的重要性。

总而言之，今天不论在西方还是在中国国内的证券投资理论界和实业界，关于积极资产配置决策的研究，尤其是关于经济周期与资产配置关系这一问题的研究是现代证券投资决策科学的前沿问题，对这一领域的全面和深入的研究将具有重要的理论价值和重大的实践意义。

第三节 本书的目的、意义和章节安排

一、本书研究的目的

本书研究的目的旨在建立一个完整的机构投资者积极资产配置决策的科学理论体系和应用框架。本书的目的旨在回答和解决以下问题：

1. 机构投资者积极资产配置决策的完整体系是什么？
2. 机构投资者为什么要实行积极资产配置决策？
3. 机构投资者应如何科学有效地实行积极资产配置决策？
4. 处于全球化背景中的中国机构投资者可行的资产配置决策取向是什么？

对上述第1个问题的回答构成了本书的第一章至第八章的章节安排和全部内容。本研究的第一章至第八章的章节安排是按这样的逻辑展开的：积极资产配置的必要性和可行性（第一章）；战略资产配置（第二章）；积极资产配置的技术（第三章）；战术资产配置（包括：第四章，即股票风格配置；第五章，即股票行业配置；第六章，即债券风格配置；第七章，即全球资产配置）；积极资产配置的风险免疫（第八章）。以上章节安排表达了积极资产配置决策的完整体系应涵盖的全部范围和内容。

对上述第2个问题的回答构成了本书的第一章的内容。第一

章第一节和第二节对积极资产配置决策进行了科学的定义，并对积极资产配置决策中的若干相关术语的含义进行了科学的界定和说明。第一章第三节从理论上充分论证了机构投资者实行积极资产配置的必要性和可行性。第一章第一节至第三节全章的内容科学地解答了为什么机构投资者必须进行积极资产配置决策这一问题。

对上述第3个问题的回答构成了本书的第二章至第八章的全部内容。第二章解决了如何进行战略资产配置问题。第三章提供了积极资产配置的技术问题。第四章和第五章解决了如何进行股票资产的风格配置和行业配置问题。第六章解决了如何进行债券风格配置问题。第八章解决了积极资产配置产生的风险控制问题。以上各章的研究基本解决了机构投资者应如何科学有效地实行积极资产配置决策这一问题。

对上述第4个问题的回答构成了本书的第九章的内容。第九章第一节分析和总结了中国机构投资者在资产配置决策领域所取得的进步和尚存的不足。第九章第二节提供了当前及未来一个时期处于全球化背景中的中国机构投资者可行的资产配置决策取向。

二、本书的意义

本书的研究具有十分重要的理论意义和现实意义。主要体现在以下几个方面：

1. 对积极性资产配置决策这一现代证券投资决策的核心问题所进行的全面和深入的研究，是对中国证券投资学科的丰富和发展，将提高这门学科的总体质量和价值。

在海外证券投资理论界和实践界，对资产配置决策已有大量的研究，然而对积极资产配置这一领域的研究成果基本处于零散和非系统化的状态，而难见有系统化和富有深度的完整研究成果。本书作者纵览过的西方某些以积极资产配置为书名的论著，

经研读后发现基本上仅局限于讨论积极资产配置中的某些方面的问题。可见，从国际上看，关于积极资产配置决策的研究至今尚未建立完整的科学理论体系和框架。

在我国证券投资理论界和学术界，正如前文所述，对资产配置的关心才刚刚开始，关于积极资产配置的研究目前几乎完全处于空白状态。

由此可见，本书对积极资产配置决策这一领域进行了全面和深入研究，建立完整的积极资产配置决策的科学体系和应用框架，这是证券投资学术研究的一个重要成果，是对中国证券投资学科的丰富和发展，将提高中国证券投资学科的总体质量和价值。

2. 为全球化背景下中国机构投资者提高投资业绩和增强国际竞争能力提供了理论和技术指导。

本书各章的研究成果对于中国机构投资者科学有效地进行积极资产配置决策，规避系统性风险和市场风险，提高证券投资业绩具有十分重要的指导意义。

本书第九章对中国机构投资者资产配置决策取得的进步和不足之处所作的分析和总结，对正处于全球化背景中的中国机构投资者今后可行的资产配置决策取向所提出的意见，对中国机构投资者提高投资业绩和增强国际竞争能力具有直接的指导作用。

除了本书的第九章之外，中国机构投资者还能从本书的其他各章内容中得到重要的指导和启示。这些指导意义包括以下若干方面：

如何进行战略资产配置。中国机构投资者将能从本书的第二章、第三章的内容中，得到关于战略资产配置的基本依据、原则和方法等方面的重要指导和启示。

如何进行股票风格配置。中国机构投资者将能从本书的第四章内容中得到股票资产在价值型和成长型之间配置，股票资产在

多风格经理人之间配置等方面的基本技术指导。

如何进行股票行业配置。中国机构投资者将能从本书的第五章内容中得到，在不同经济周期阶段上股票资产在不同行业间配置的基本准则和方法上的指导。

如何进行债券风格配置。中国机构投资者将能从本书的第六章中得到积极债券资产配置模型、债券国际模型等方面的技术指导。

如何进行全球资产配置。中国机构投资者将能从本书的第七章中得到资产在全球范围内进行战略配置的理论和技术指导，同时也可从该章中得到股票资产在全球各市场进行季节性配置的技术指导。

如何进行积极资产配置的风险免疫。中国机构投资者将能从本书的第八章中得到运用覆盖策略和风格指数衍生产品等工具进行积极资产配置的风险免疫的技术指导。

第四节 文献评述

一、关于资产配置重要性的量化研究，取得了重大成果。

20 世纪 80 年代以来，国际投资学术界在对资产配置在投资决策中重要性的量化研究方面取得了重要成果。

William Sharpe (1981) 的研究指出，资产配置是投资决策中最重要的决策。

Brinson Hood Beebower (1986) 的研究表明，资产配置在养老基金的投资总回报中 93.6% 可以由资产配置解释。

Ibbotson 和 Kaplan (1993) 的研究也基本证实了 Brinson 的研究结果，他们的研究表明，同一基金总回报水平中高于 100% 的比例可以由资产配置政策解释，同一基金回报随时间波动中 90% 可以由资产配置解释，不同基金绩效差异中 40% 可以

由资产配置政策解释。

当前，证券投资学术界和实践界普遍认为，不论从质上还是从量上，资产配置在机构投资者投资决策中都占有极其重要的地位。

二、关于积极资产配置的理论基础，取得了重要突破，但尚存不足。

Walter R. Good, Roy W. Hermansen, Jack R. Meyer 等人 1993 年在对机构投资者积极资产配置理论基础的研究方面取得了重要突破。

Walter R. Good, Roy W. Hermansen, Jack R. Meyer (1993) 等人认为，高效市场是机构投资者实行积极资产配置的理论基础。市场的高效性构成了机构投资者积极资产配置的必要性，而迟缓信息的存在则形成了机构投资者积极资产配置的可行性。

Walter R. Good, Roy W. Hermansen, Jack R. Meyer (1993) 等人的研究成果从理论上第一次较好地论证和解释了在美国等发达国家证券市场上投资者进行积极资产配置的必要性和可行性。这是对积极资产配置理论的一个重要贡献。然而该理论存在的不足之处是，高效市场假设与当前中国及其他发展中国家低效市场的现实不相吻合，从而不能很好地解释在这些国家证券市场投资者进行积极资产配置的必要性和可行性。

三、关于经济周期与资产配置的关系取得了重要成果，但总体上尚处于粗浅阶段。

Steven E. Bolten (2000) 在经济周期与资产配置的关系的研究上取得重要成果。该研究者将经济周期划分为四个阶段，对各个阶段上股票、债券价格的变化模式进行了分析，在此基础上给出了在四个不同阶段上应重点进行配置的资产类别。

Steven E. Bolten (2000) 的研究的基本思想和基本结论如下：
在经济/股价周期的不同阶段，积极的资产配置策略将分别