

# 多资产 投资策略

资产管理的未来

曹实◎主编

王健 何志等◎译



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

# 多资产 投资策略

资产管理的未来

曹实◎主编

李娜 何苗 等◎译



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

多资产投资策略/曹实主编. —北京: 北京大学出版社, 2020. 3  
ISBN 978-7-301-30907-0

I. ①多… II. ①曹… III. ①金融投资—投资管理—研究  
IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 232070 号

书 名	多资产投资策略 DUOZICHAN TOUZI CELÜE
著作责任者	曹 实 主编
责任编辑	裴 蕾
标准书号	ISBN 978-7-301-30907-0
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	<a href="http://www.pup.cn">http://www.pup.cn</a>
电子信箱	<a href="mailto:em@pup.cn">em@pup.cn</a>
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 010-62752015 发行部 010-62750672 编辑部 010-62752926
印 刷 者	北京宏伟双华印刷有限公司
经 销 者	新华书店
	787 毫米×1092 毫米 32 开本 5.75 印张 138 千字
	2020 年 3 月第 1 版 2020 年 3 月第 1 次印刷
定 价	38.00 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](mailto:fd@pup.pku.edu.cn)

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

谨以此书献给已故的 **Franco Modigliani** 教授，  
感谢他传授给我研究的秘诀。

# 对本书的赞誉

长久以来投资界曾主要聚焦于证券选择，却忽视了另一项重要的收益来源，那就是资产配置。面对近期出现的危机，考虑到仅通过证券选择实现收益的固有难题，旧模式的适用性受到高度质疑；而通过恰当管理因子敞口来实现优异业绩，正逐渐成为人们关注的焦点。作为这一趋势的一部分，多资产投资越来越受到经验丰富的机构投资者的欢迎，这些机构投资者专注于在大类资产之间和同类资产内有效地获取风险溢价。在这种形势下，由曹实主编的《多资产投资策略》一书正是应时而生的创举。本书通俗易懂，对那些对此话题知之甚少的专业投资人士，它提供了一系列关于多资产产品的有建设性的文章。最有趣的是，它还从投资者的角度对具体案例进行了深度解读。

Lionel Martellini

法国北方高等商学院金融研究中心总监

法国北方高等商学院金融系教授

《多资产投资策略》一书，针对投资界一些领先的概念与尚存的争议，它是一本权威、前沿的指南。曹实担任主编，设定了主题，挑选了知名专家撰写相应章节，并提供了实际案例。本书重点剖析了大类资产的因子敞口、动态资产配置、风险平价与晨星风格箱。在案例分析和基金经理访谈部分，本书带我们走进三家全球领先的资产管理公司，看看它们如何管理自己的投资组合。尽管在一些问题上我们存在分歧，我仍将大力推荐这本好书。

**Roger Ibbotson**

耶鲁大学管理学院教授

Zebra Capital Management, LLC 董事长

没有人能持续战胜市场，但是多资产策略，可以持续满足各类投资者尤其是长期投资者的资产配置需求，这正是资产管理人的根本价值所在。本书全面透视多资产策略的理论与实践，为资产管理人提供了不可多得的参考。

**洪磊**

中国证券投资基金业协会会长

曹实在书中介绍了多位顶尖投资专家在多资产管理领域采用的不同方法。作为一个全球资产配置者，我十分欣赏多资产策略的荟萃效应。毫无疑问，本书将使读者全面了解这一领域。

**Robert Browne, CFA**

Northern Trust 首席信息官

理论上，多资产投资听起来很直接：跨越多种大类资产进行投资，以实现满足投资者需求的长期回报，真正实践起来却远远没有这么简单。它需要整合各种截然不同的技能，从资产配置到股票选择，同时，只有对市场有足够深入的了解，才能精心构建符合投资目标的组合。《多资产投资策略》一书专业地概括出了多资产投资领域理论与实践的要素，特别是案例分析和基金经理访谈部分，对实践多资产投资策略提供了深刻的见解。

**Phil Graham, CFA**

美世投资咨询亚太区副首席投资官

读毕此书，顿感酣畅淋漓，醍醐灌顶。本书无论是行家里手，还是对初学乍练者，都将大有裨益。

**Martin Atkin**

联博控股多资产策略组董事总经理

# 序 言

CFA (Chartered Financial Analyst) Institute 致力于全心全意为 CFA 持证人提供服务，帮助持证人发现那些可能会影响其职业生涯的行业发展趋势。我们的工作帮助持证人洞悉行业中最前沿的发展动态，并提供持续职业发展教育。近几年，我们观察到的一个行业新趋势就是多资产投资。

多资产投资之所以受到投资者的欢迎，是因为比起相对业绩，投资者更加看重投资的绝对表现。众所周知，以结果为导向的投资，使得投资专业人士的注意力从超越每个季度的市场基准，转移到满足投资者的需求。多资产投资策略不仅契合了以结果为导向的投资理念，而且提供了满足这一目标最好的投资产品和解决方案。

多资产投资策略尚未被整个投资行业接受的一个原因在于，大家错误地认为资产配置方法及多资产策略产品完全属于量化领域。我们并不这么认为。我们认为多资产投资方法可以让所有投资专业

人士受益，从而为投资者带来更多的收益，以及效率提升。例如，自上而下进行资产配置基金经理，可以显著受益于增强版的资产配置方法。单一资产组合的基金经理，也可以了解自己管理的资产类别是如何融入全局中的。

获得效率提升的另一个重要原因是，多资产投资策略打破了量化投资人与基本面投资人之间的隔阂，前者通常采用自上而下的投资方法，而后者倾向于自下而上地管理投资组合。目前，大部分量化投资人的资产配置决策是基于其对底层基金的了解（或缺乏了解）而做出的，而这一方法天生就是低效的。在这方面，Dennis Stattman 及其团队的发展过程很好地揭示了这一问题。

为了让所有的专业投资人士都能读懂这本书，我们要求所有的撰稿人，包括一些顶尖的量化投资人，使用通俗易懂的语言来解释相关的概念，并且不要使用数学公式。我们同样试图通过案例分析的方式，来揭开多资产投资策略的神秘面纱。在本书中，全球最知名的基金经理将向大家展示其是如何成功管理多资产组合的。尽管不同的基金经理都有自己独特的投资方法，一些是量化的方法，另一些可能是基本面的方法，但或多或少都与本书提到的投资哲学相同。

近年来，多资产投资策略的普及度之所以稳步增长，正是因为这一投资策略满足了长期投资者的投资需求。作为投资管理教育的提供者，我们非常高兴 CFA 持证人在 CFA 课程中能够学习到多资产投资策略的相关知识。作为专业人士，我们必须跟上行业的最新

发展脚步。

感谢在这一重要项目上与我们合作的各位专业人士。曹实先生和他的同事执行并完成了这个项目，十分令人钦佩。我们期待有一天，整个行业都会使用多资产投资策略，我们将会更好地满足投资者的需求。我们衷心地希望本书能给大家带来帮助。

施博文

前 CFA Institute 总裁兼首席执行官

# 作者简介

**Gregory C. Allen**，美国最大的独立投资咨询机构之一 Callan, LLC 的首席执行官、首席风险官兼总裁。他全面管理 Callan 公司的咨询、研究与教育工作，包括全球基金经理研究、另类资产研究、资本市场研究、数据库、客户报告服务和运营。**Gregory** 同时也是公司管理委员会、另类资产审核委员会、机构咨询委员会、客户政策审查委员会以及投资委员会成员。**Gregory** 也是 Callan 公司的董事会成员和股东。**Gregory** 于 1988 年加入 Callan 公司圣弗朗西斯科办公室，担任分析师，专注于资本市场研究、资产配置、负债分析以及管理人结构分析。1993 年，**Gregory** 开始管理 Callan 公司的运营和资本市场研究团队，负责公司数据库管理和绩效评估系统的重新设计和实施工作。2000 年他被晋升为研究总监；2007 年升任公司总裁；2017 年担任公司 CEO。他在 *Journal of Portfolio Management*

和 *Journal of Investment Management* 等期刊上发表了数篇文章。

曹实，CFA，CFA Institute 金融分析研究高级总监。他开展原创性的研究，并专注于亚太地区投资行业的 CFA 持证人教育工作。曹先生拥有逾 20 年的投资经验。在加入 CFA Institute 之前，曹实曾在汇丰银行担任亚太地区高级管理人员。他最初在中国人民银行任美元固定收益投资组合经理。曹实也曾在美国的一家资产管理公司 Munder Capital 管理美国和国际股票基金（过程中斩获了著名的 Lipper 奖）。曹实还曾在晨星（Morningstar, Inc.）旗下的 Ibbotson Associates 为全球性金融机构制订多资产投资方案。曹实曾接受大量全球以及区域性商业媒体的采访，包括《金融时报》《华尔街日报》，以及彭博社和 CNN。他曾多次在行业研讨会上发表关于金融科技和多资产投资的主题演讲，并主导编纂了一系列与之相关的出版物。曹实毕业于北京大学，并曾在美国麻省理工学院斯隆商学院做访问学者。

许仲翔（Jason Hsu），锐联财智（Rayliant Global Advisors）创始人兼首席投资官。锐联财智是一家利用量化分析和基本面研究方法，专注于中国股市的资产管理公司。许仲翔也是 Research Affiliates 的联合创始人，该公司目前管理着约 1 600 亿美元的资产，专注于 Smart Beta 指数投资和资产配置。许仲翔是 *Financial Analysts Journal*、*Journal of Investment Management*、*Journal of Investment Consulting* 和 *Journal of Index Investing* 等期刊的编委会成员。许仲翔是美国加州大学洛杉矶分校安德森商学院的金融学兼职教授，同时也是日本京都大学的客座教授。许仲翔曾发表过超过 40 篇学术

文章以及 8 本著作。许仲翔的研究曾经两次获得 CFA Institute 的 Graham & Dodd Scroll 奖、两次 Bernstein Fabozzi/Jacobs Levy 杰出研究奖以及三次 William Sharpe 最佳研究奖。许仲翔于 2008 年被美国 *Institutional Investor* 杂志评为全球 20 大行业新星之一。他联合发明的基本面指数在 2007 年、2008 年和 2009 年连续三年获得 *Global Pensions* 杂志的最佳指数奖。许仲翔于美国加州大学洛杉矶分校安德森商学院获得金融学博士学位，并拥有斯坦福大学的硕士学位和加州理工学院的学士学位。

谭超杰，新加坡政府投资公司（Government of Singapore Investment Corp., GIC）经济和投资策略部门（Economics & Investment Strategy, EIS）的总投资组合策略（Total Portfolio Strategy, TPS）团队主管。他领导下的 TPS 团队负责向公司管理层、董事会和客户提供有关建立和管理 GIC 投资组合和主动策略的建议。TPS 团队负责向公司提供市场评估和投资组合分析，以帮助公司管理层和董事会做出相应的投资决定。基于市场机会和风险，该团队协助管理层评估公司的主动投资组合表现及具体投资策略。在董事会的批准下，该团队会进一步与客户密切合作，帮助其确定投资目标和风险承受能力，并设定相应的资产配置策略。在 GIC “新投资框架”的构思和实施中，谭超杰和他的团队发挥了关键作用。谭超杰于 1993 年加入新加坡政府投资公司，在宏观经济与策略部门任高级经济学家。1994 年，他被调至外汇交易部门，在该部门度过了 6 年的时间，离开前为该部门的高级投资经理。2001 年，在摩根士丹利度过一段短暂时光之后，谭超杰重新回到新加坡政府投资

公司的外汇交易部门。2004年，谭超杰被调至投资政策和策略部门。2011年，投资政策和策略部门、宏观经济与策略部门合并成为新的EIS部门，谭超杰担任资产配置策略（Strategic Asset Allocation, SAA）的主管。作为SAA的主管，他为公司管理层和客户在资产配置和投资策略方面提供建议。谭超杰分别于1985年和1989年获得英国剑桥大学经济学学士学位和经济学硕士学位。新加坡公共服务委员会于1982年授予他总统奖学金。

柳秉捷，CFA，本书英文版出版时他任新加坡政府投资公司经济和投资策略部门的总投资组合策略团队副主管。在TPS，柳秉捷负责分析和评估公开市场股票、私募股权、基础设施投资和基于因子的投资策略。柳秉捷于2013年1月加入GIC，任人力资源和组织部门副总裁，负责整个公司人力资源和组织发展计划的策划与实施。2015年1月，柳秉捷被转调至EIS部门旗下的TPS团队。在加入GIC之前，柳秉捷是新加坡国防部（Singapore Ministry of Defence）战略和运营规划部门的负责人。他在那里创立了国防部的战略规划和发展框架。柳秉捷还建立了国防部预算监督机制和资源分配机制。在加入新加坡国防部之前，柳秉捷任职于新加坡财政部，负责审核GIC向财政部提交的投资政策，以及新加坡金融储备管理方面的一系列工作。2000年，柳秉捷获得新加坡公共服务委员会海外荣誉奖学金。2003年，柳秉捷以优异的成绩毕业于美国康奈尔大学，获得机械工程学士学位；2004年在康奈尔大学获得机械工程硕士学位。他还拥有新加坡国立大学金融工程硕士学位。柳秉捷是CFA持证人和CAIA持证人。

**Jeffrey Ptak**, CFA, 2015 年至今任晨星全资子公司晨星研究服务公司 (Morningstar Research Services, LLC) 的全球基金经理研究主管。此前, Jeffrey 曾担任晨星投资服务公司总裁兼首席投资官达 6 年之久。该公司是晨星旗下提供组合管理服务的单元, 通过独立财务顾问模式收费。Jeffrey 于 2002 年加入晨星, 先后担任共同基金高级分析师、股票分析师、ETF 分析主管和 *Morningstar ETF Investor* 的编辑。他曾短暂离开晨星, 在 William Blair & Company 担任投资产品分析师。在他职业生涯的早期, 他曾是安达信会计师事务所的一名经理。Jeffrey 拥有美国威斯康星大学会计学学士学位, 同时也是一名 CFA 持证入。

**Brian Singer**, CFA, William Blair & Company 公司动态配置策略 (Dynamic Allocation Strategies, DAS) 团队的负责人。他同时也是该公司的投资组合经理, 与 Thomas Clarke 共同负责公司所有动态配置策略组合的战略设置与组合构建。在 2011 年加入 William Blair & Company 之前, Brian 曾是 Singer 公司的投资策略主管。在此之前, 他曾担任瑞银全球资产管理公司的全球投资解决方案主管和美国市场首席投资官。当时, 他还是瑞银集团管理委员会和瑞银全球资产管理执行委员会的成员。Brian 与 CFA Institute 的关系非常紧密。他是 CFA 芝加哥协会 (CFA Society Chicago) 和 CFA Institute 研究基金董事会的成员。2015 年, 他获得 CFA Institute 杰出服务奖。该奖项授予那些通过领导力、出色的管理能力和杰出服务来为 CFA Institute 做出重大贡献的成员。他曾是 CFA Institute 董事会成员和理事会主席。Brian 撰写了大量有关全球投资组合、外汇和业绩问题

的文章，并与 Gary Brinson 和 Gilbert Beebower 合著了“投资组合业绩的决定因素 II：一些更新”（Determinants of Portfolio Performance II: An Update）。2009 年，他作为第一作者出版了 *Investment Leadership and Portfolio Management* (Wiley 出版社出版) 一书。2015 年，Brian 被 Spaulding 集团提名进入业绩和风险管理名人堂。Brian 是英国牛津大学艾克塞特商学院捐赠基金投资委员会成员。Brian 还是 Free to Choose Network 组织的主席，该组织受经济学家 Milton Friedman 启发而创建。他是美国芝加哥康复研究所（Rehabilitation Institute of Chicago）基金会的董事会成员。Brian 拥有美国西北大学经济学学士学位和芝加哥大学布斯商学院 MBA 学位。

张永水，CFA，新加坡政府投资公司首席经济学家、经济和投资策略部门主管，负责管理 GIC 的经济和投资策略团队。该团队负责资产配置、总投资组合建立以及识别影响 GIC 投资组合的关键长期趋势。张永水拥有美国芝加哥大学的经济学学士学位和美国罗切斯特大学的经济学博士学位。他是一名 FRM 持证人，同时也是 CFA 持证人。在加入 GIC 之前，张永水任职于国际货币基金组织，在亚太部门、货币与金融系统部门、政策发展和审查部门以及欧洲市场二部都曾工作过。张永水还曾是新加坡金融管理局金融监管部主管。

沃飞流 (Phillip Wool)，锐联财智负责股票研究的副总裁。在加入锐联财智之前，沃飞流是美国纽约州立大学布法罗分校的金融学助理教授，研究量化交易策略和投资者行为，并教授投资管理学。在进入学术界之前，沃飞流曾在一家机构基金顾问公司 Hammond

**Associates** 担任研究分析师，负责另类资产研究。沃飞流拥有美国加州大学洛杉矶分校安德森管理学院的金融学博士学位，他在美国华盛顿大学圣路易斯分校获得经济学学士学位、金融学和会计学学士学位。