中国平安 Russell Investments

平安罗素研究

PING AN RUSSELL RESEARCH

2012年 第二期

2012年第二期

公司地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1333号中国平安金融大厦29楼
邮编：200120
电话：86 021—38633210 38634829
公司网址：www.russell.pingan.com

平安罗素投资管理（上海）有限公司
Ping An Russell Investment
Management (Shanghai) Co., Ltd

免责声明：

本报告由平安罗素投资管理（上海）有限公司（以下简称“平安罗素”）制作，仅供平安罗素的客户及合作伙伴使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，概不构成任何广告形式。

本报告所包含的信息和资料皆被平安罗素认为真实可靠，且平安罗素尽力严谨审核本报告所含信息和资料，但平安罗素对其准确性、完整性和及时性等不作任何担保。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的价格标准。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，平安罗素及平安罗素关联人员均不承担任何法律责任。

平安罗素的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法，通过口头或书面形式发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和 / 或交易观点。平安罗素没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为平安罗素所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、删改、发表或引用。

编辑委员会
主任：杨潇
副主任：Ian Midgley
执行主编：陶向京
成员：Brian Ingram、Marko Schaffrick、
Hirotaka Yoshida、张凌嘉、张存相、张月、
张子冰、曹昱晟、李明、卢玛丽
出版日期：2012 年12月31日

出版：平安罗素投资管理（上海）有限公司
发行：平安罗素投资管理（上海）有限公司

目录

研究之园

阳光私募投资管理人研究报告

截至2012年10月，阳光私募仍然表现出较低风险和较好抗跌能力的相对优势，是长期投资的配置品种。本文以数据分析为基础，回顾了2012年阳光私募投资管理人的整体投资收益、业绩表现特征、投资组合形态、业绩驱动因素等方面，并对其选股及择时能力进行专项研究，深入研究阳光私募投资管理人获得超额收益的来源。

投资智慧

投资管理人访谈——他们眼中的平安罗素

经过两年的持续研究，平安罗素已走访了400余家投资管理人并建立了200多家基于持仓数据的投资管理人数据库。MOM模式与传统投资管理模式不同，以研究“人”为基础；那么，被研究的投资管理人对平安罗素以及一整套研究评价体系有何感想与反馈，本文走访了不同投资风格下几家具有代表性的阳光私募，倾听了他们眼中的平安罗素。

创新点滴

保险资金资产负债管理与委外投资模式研究

世界保险发展史上的重大失败案例，验证了保险资金资产负债管理的重要性，本文从分析资产负债管理发展历程、模式与技术为起点，介绍资产配置方法与执行，并针对险资的委外投资管理需求，提出MOM模式一站式解决方案，为险资资产负债管理与委外投资提供参考。

海外视角

罗素基本面指数系列

美国罗素投资作为MOM模式的创始人和全球最大的投资管理人研究机构，其对资本市场和基金经理的研究是独特的，其研究成果和重要观点对金融市场和学术界有关广泛而深入的影响。本刊将在每期设专栏翻译美国罗素投资的代表性研究文章。

本期文章《罗素基本面指数系列》主要阐述罗素基本面指数的方法论、投资策略以及在不同回报环境和周期的表现，是对传统投资管理模式的重要补充。

阳光私募投资管理人研究报告(2012年第二期)

作者：Brian Ingram,张月

第1章 行业基本状况

1.1投资业绩

我们从收益、风险以及风险调整后收益三个维度比较了截至2012年10月过去1年、3年和5年阳光私募产品和股票型公募基金的业绩表现。研究发现，长期而言私募的表现优于公募，而它的比较优势在于较低的整体风险和较好的抗跌能力。对投资人来说，私募产品是较好的长期投资品种。

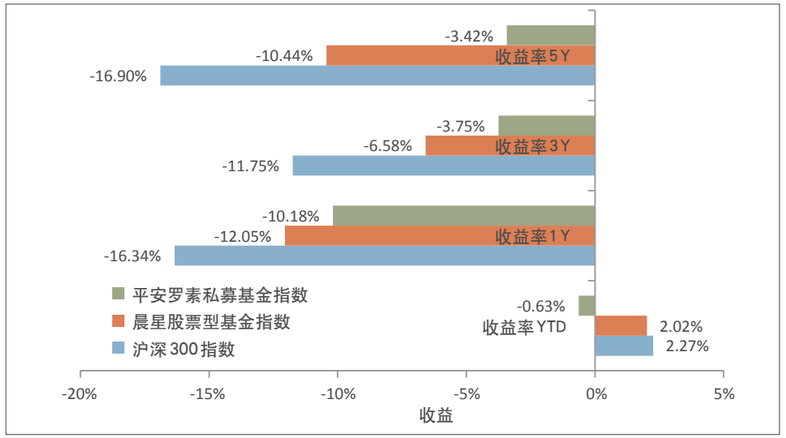
1.1.1收益

这里以平安罗素中国对冲基金指数作为阳光私募管理人整体业绩的代表，截至2012年10月该指数的计算样本覆盖了987只管理型证券投资信托产品，以它们的除权净值作为计算基础，并保留了已结束产品的历史业绩。

今年以来，沪深300指数从1月1日的2345点波动上涨到10月31日的2634点，涨幅2.27%。同期平安罗素私募基金指数下跌0.63%，晨星中国股票型公募基金指数上涨2.02%，公、私募产品均未跑赢大盘。而私募基金惮于去年末的大跌仓位较轻，未能较好把握市场机会。

市场在这一年以来显示出颓势，截至2012年10月底沪深300指数较去年10月下跌16.34%，同期公募基金整体亏损12.05%，私募基金整体下跌10.118%，虽然跑赢市场但成绩不能算令人满意。三年来，阳光私募平均年化收益-3.75%，优于市场和公募基金。五年来，阳光私募平均年化收益-3.42%，业绩亦优于市场和公募基金。

图 1 公募、私募收益率比较



数据来源：平安罗素、晨星中国；2012-10-31

1.1.2风险

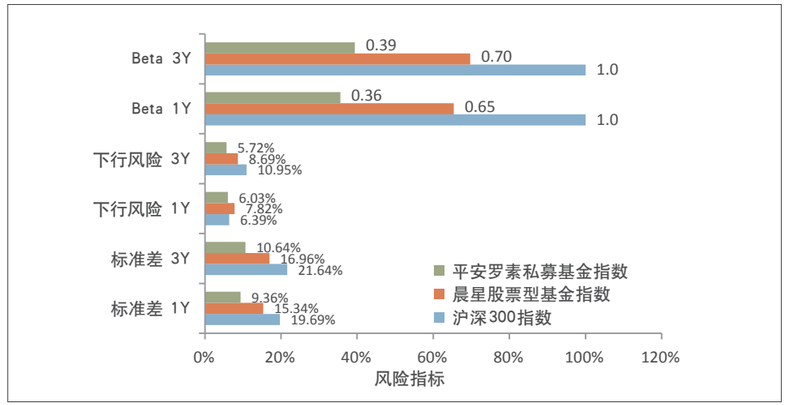
从系统性风险上看，一年来，阳光私募所承受的系统性风险约为0.36，股票型公募基金的系统性风险为0.65。三年来，阳光私募所承受的系统性风险为0.39，而股票型公募基金所承受的系统性风险为0.70。

从下行风险上看，一年来，沪深300指数下行风险为6.39%，股票型公募基金的下行风险为7.82%，阳光私募的下行风险为6.03%。三年来，沪深300指数的下行风险为10.95%，股票型公募基金下行风险8.69%，阳光私募的下行风险为5.72%。

从总风险上看，一年来，沪深300指数波动风险为19.69%，股票型公募基金的波动风险为15.34%，阳光私募的波动风险为9.36%。三年来，沪深300指数的波动风险为21.64%，股票型公募基金波动风险16.96%，阳光私募的波动风险为10.64%。

综上所述，在过去较长的一段时间内，阳光私募管理人对市场风险进行了较好的控制，其产品风险长期保持了大幅低于市场和股票型公募基金的水平。

图 2　公募、私募投资风险比较

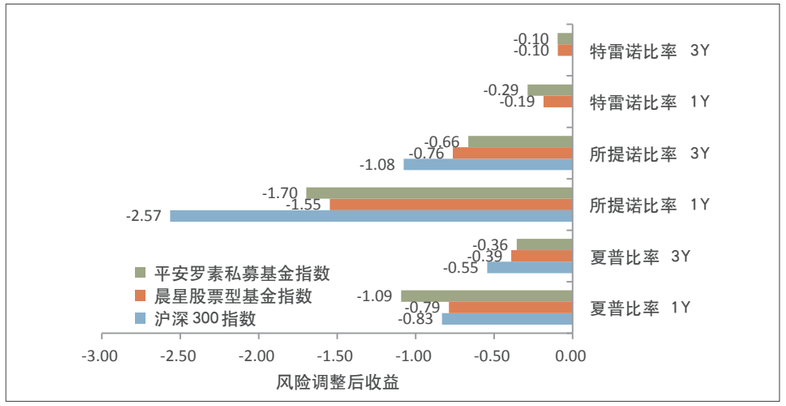


数据来源：平安罗素、晨星中国；2012—10—31

1.1.3风险调整后收益

当夏普、索提诺和特雷诺比率的值为负时，它们无法准确评价投资业绩。而在近一年和三年的区间里，受市场环境的影响A股主动管理基金的评价比率皆为负，因而阳光私募和股票型公募基金两类产品的投资业绩无法通过评价比率来比较。

图 3　公募、私募风险调整后收益比较



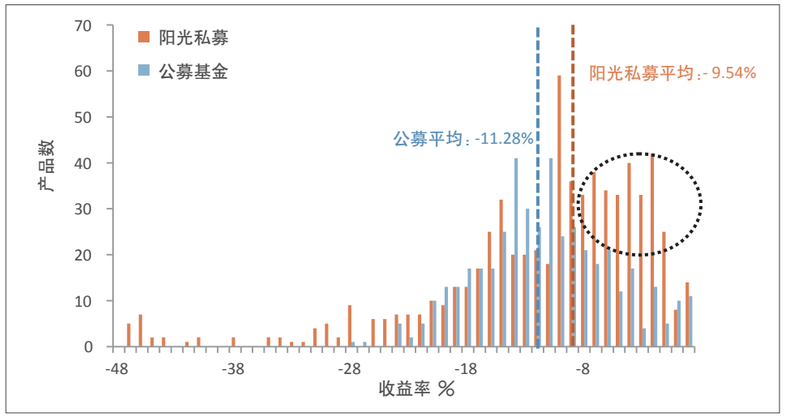
数据来源：平安罗素、晨星中国；2012—10—31

我们进一步统计分析了成立时间满1年的767只阳光私募产品一年期收益率的差异情况。研究发现阳光私募的收益分化严重,且优异的表现难以持续。成功投资阳光私募须以深入谨慎的研究为基础。

与过往情形一致，私募业绩分布图形更加扁平。如图4，私募的产品一年期收益率的极差高达97.33%，远高于公募基金的47.03%；占比95%的私募产品分布在（–31%，14%）的区间内，范围宽于公募基金的（–21%，5%）。

与上期的业绩分布图形不同的是，本期的私募业绩分布明显右偏。由图4的业绩分布明显可以看出，在业绩均值右侧的私募产品分布更为密集。

图 4　公募、私募产品近1年收益率分布

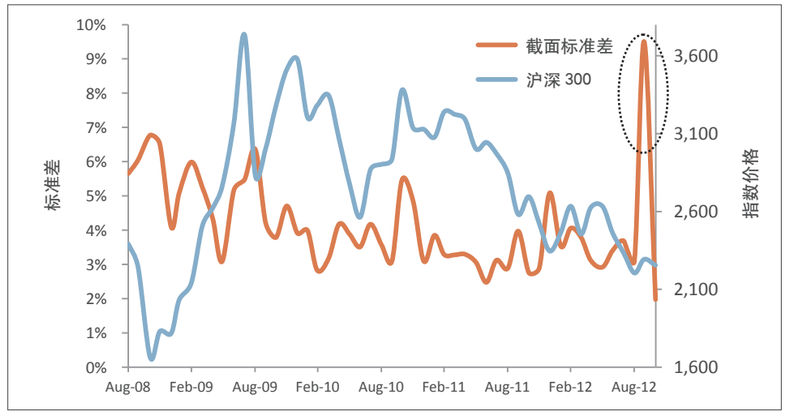


数据来源：平安罗素，Wind；　2012—10—31

过往分析显示，私募产品收益水平的离散程度在一定程度上受到市场环境的影响。一般情况下月度收益离散标准差在3%到5%的水平，在趋势显著的时段，私募管理人的判断趋于一致，产品业绩分化程度一直处在低位；而在行情急剧变化的时点，产品收益离散程度急剧放大。

如在2012年9月，私募管理人月度收益的离散水平瞬间扩大。当时大盘股在月尾大幅反弹而中小盘疲软，部分私募管理人捕捉到了大盘股行情，侧面表明大家对市场风格的看法分歧加大。

图 5　产品收益率截面方差与市场走势的关系

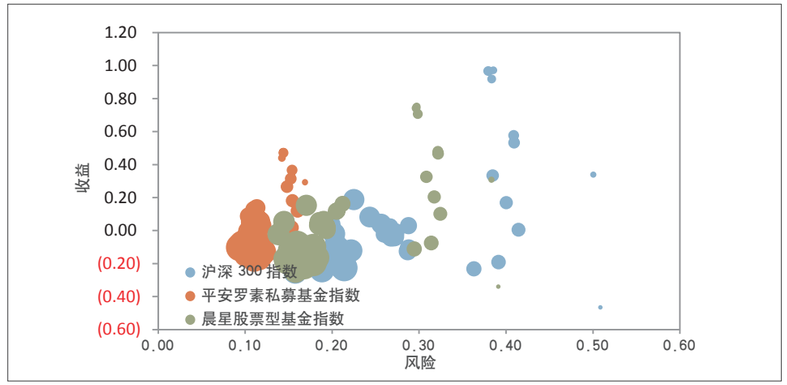


数据来源：平安罗素，Wind；2012—10—31

1.1.4风险收益特征

一般投资者普遍认为私募基金是一种高风险、高收益的主动型投资品种。实际上从整体上看，阳光私募基金长期取胜的的法宝是它优异的风险防御能力而非进攻能力。

图 6　公募、私募捕涨跌市获率变动轨迹



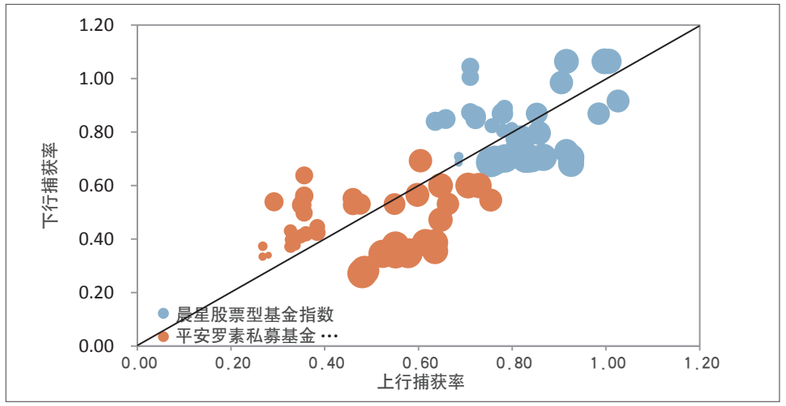
数据来源：平安罗素、晨星中国；2008—9—1至 2012—10—31

图6是在不同市场环境下，公募和私募的风险收益比较。我们统计分析了2008年11月至2012年10月两类产品的月度收益，在过去一年里，阳光私募的投资收益与公募基金相当，但是公募基金的业绩波动明显高于阳光私募，其可能的原因是阳光私募受限少、操作灵活。

图7是2008年10月以来阳光私募基金和股票型公募基金的风险收益特征运动轨迹。越靠近左侧说明市场上涨时捕捉到的上涨收益越小，反之亦然；越靠近下方说明市场下跌时受到的损失越小，反之亦然。与股票型公募基金相比，阳光私募仍明显体现出低风险低收益的特征。而近一年来阳光私募产品的整体操作更趋保守，对市场的捕获率越来越低。

以图中的对角线为界，左上方代表涨市所捕捉到收益的敞口不及跌市所承受损失的敞口，即业绩表现不如整体市场；偏离对角线越多业绩越差。而近一年以来不论是公募基金还是阳光私募，其业绩都体现出一定的积累收益抵御下跌的能力。纵观过往变化轨迹，过去一年A股投资管理人投资相对业绩优于过去，投资管理人投资能力的提升有所体现。

图 7　公募、私募风险收益特征变动轨迹



数据来源：平安罗素、晨星中国；2008—9—1至 2012—10—31

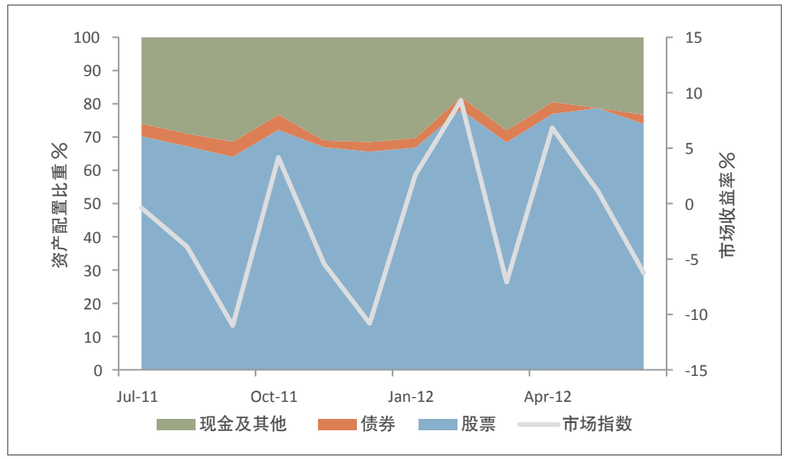
1.2投资组合概况

1.2.1资产配置

近一年来阳光私募基金资产配置随时间变化如图8所描述。2011年下半年到2012年上半年，阳光私募的平均仓位仍在60%~80%之间波动，左侧和右侧交易的投资管理人在市场下跌时的行动方向相反，能够反应出其中的对冲作用

私募管理人在11年9月的平均仓位最低，12年5月的平均仓位最高。总体看来私募基金的仓位调整属于右侧判断，跟随市场波动而非先于市场波动。

图 8　私募管理人的资产配置特征

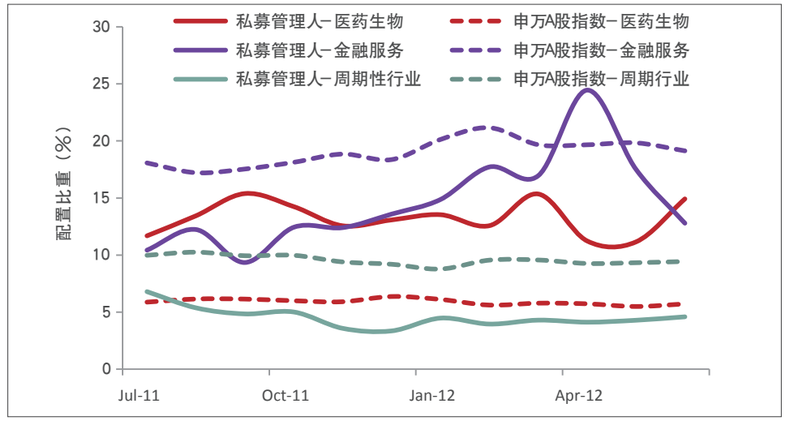


数据来源：平安罗素；　2011—7—1至2012—06—31

1.2.2行业配置

在行业配置上，这一年各家阳光私募的动作与市场并无不同。如图9，医药生物、食品饮料等行业因为稳定的成长性预期和在衰退周期里的防御性而继续受追捧，整体处于超配状态。市场认为采掘、有色等周期性行业整体机会不大，配置水平较低。

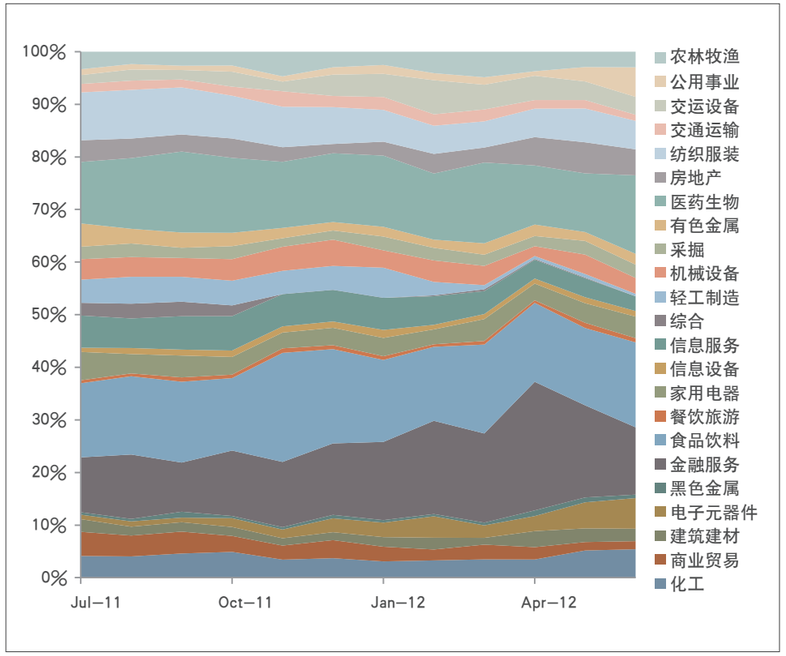
图 9　私募管理人在金融服务和医药生物行业的配置



数据来源：平安罗素；　2011—1—1至2011—12—31

非银行类金融股在监管放松、激励创新的行业背景下被市场看好，私募管理人逐步提高了这一板块的配置。随着苹果热潮席卷全球，参与苹果供应链的厂商陆续迎来爆发式成长，私募管理人对电子元器件行业愈发青睐。纺织服装行业整体面临渠道扩张进入尾声、库存居高不下的窘境，在报告期内逐渐被私募管理减持。面临相似境遇的还有商贸零售，行业的不景气催生私募管理人对其配置比例逐渐下滑。

图 10　私募管理人的行业配置特征



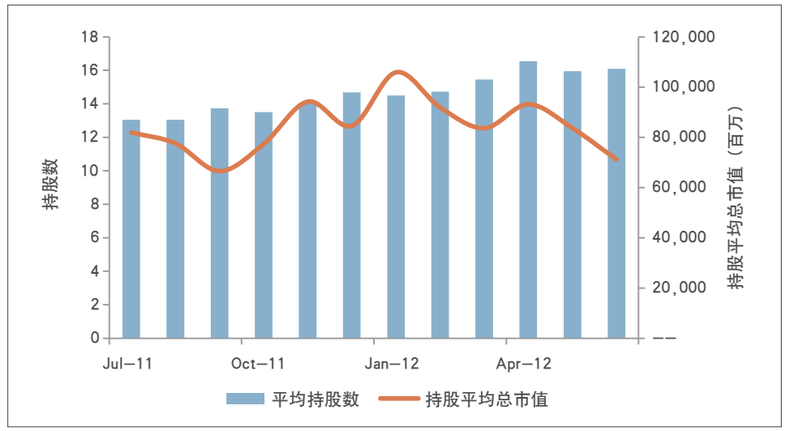
数据来源：平安罗素；　2011—1—1至2011—12—31

1.2.3持股特征

与上期报告的统计结果有所不同，在2011年下半年及2012年上半年这一年里，私募管理人平均持股数平稳增长，究其原因是12年上半年市场情绪逐渐转暖，交易趋于活跃，个股和板块行情时有显现，私募管理人的投资操作逐渐转向积极。

私募管理人持有公司的总市值分布非常分散，最高市值约为18000亿，最低市值仅约10亿。全年私募管理人持股的平均市值呈箱体波动，表明私募管理人对大盘还是小盘有更多投资机会这一问题看法不一。

图 11　私募管理人平均持仓数量



数据来源：平安罗素；　2011–1–1至2011–12–31

在重仓股上，私募管理人广泛偏好食品饮料行业，并且他们所关注的股票重复性很高，我们所统计的组合中有超过四分之一的私募管理人重仓持有白酒股。

银行保险是另一个被广泛持有的板块，同样地，在个股选择上私募管理人的意见趋于一致，约四分之一的私募管理人持有了同一只银行股。

而在其他板块，私募管理人在个股选择上的分歧较大。虽然大多数私募管理人侧重配置了生物医药行业，超过三分之一的管理人组合中重仓配置了医药股，然而大家所持有的股票不尽相同。

另外，不同私募管理人也保持着一定比例的独特持仓，统计中就有一些股票因为被某个私募管理人以特别大的比重持有而进入平均前十大持仓行列。

表 1　前十大持仓

名称	行业	持有比例	流通市值	PE	PEG
股票1	食品饮料	6.64	大盘股	23.52	0.35
股票2	家用电器	3.25	大盘股	10.90	0.39
股票3	纺织服装	2.77	中盘股	15.49	0.36
股票4	公用事业	2.72	中盘股	115.26	0.02
股票5	化工	2.55	中盘股	40.66	0.82
股票6	金融服务	2.41	大盘股	4.85	0.19
股票7	金融服务	2.22	大盘股	16.06	0.66
股票8	金融服务	2.03	大盘股	4.36	0.22
股票9	医药生物	1.96	中盘股	46.67	1.35
股票10	电子	1.85	小盘股	35.74	0.86

数据来源：平安罗素，Wind；　2011–12–31

1.3业绩归因分析

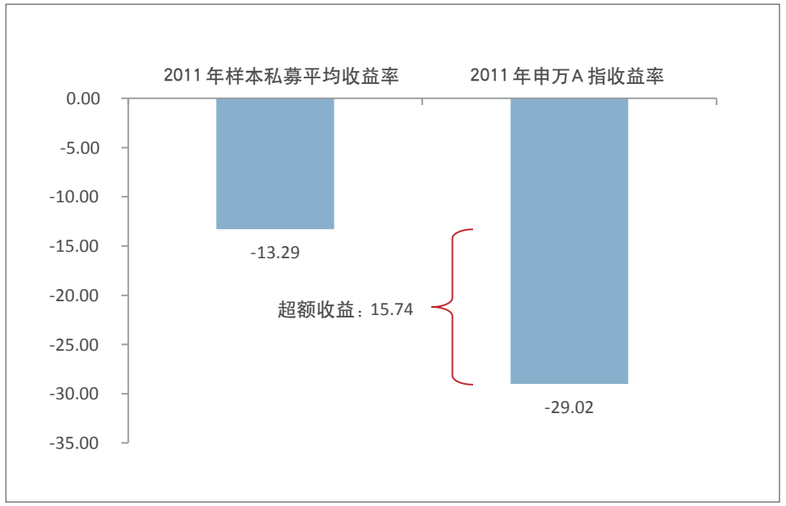
业绩归因分析表明：在本报告期的振荡下跌行情中，阳光私募管理人超额收益首先来源于持有较高比重的现金资产，而私募管理人成功的选股是超额收益的另一重要来源。私募管理人在不同行业获取超额收益的手段和能力有显著的差异，在医药生物和食品饮料行业的决策较为成功；而在从持股市值、估值水平和成长性等角度的衡量中，私募管理人对不同类别的股票投资能力差异不显著，成功的个股选择是超额收益的主要来源。

基于投资组合数据，我们可以更深入地分析私募管理人普遍的持仓特征以及这些特征对投资业绩的影响，也就是业绩归因。这里选用覆盖最广的申万A股指数作为业绩基准。

报告期内，相对于申万A股指数29.02%的跌幅，以样本投资组合为代表的阳光私募基金平均下跌13.29%，获得了15.74%的超额收益。

那么，私募管理人是通过什么投资技能获得超额收益的呢，通过Brinson业绩归因模型分析可以找到答案。Brinson模型通过对比分析投资组合及其业绩基准的区别，主要将投资业绩归因为两个部分：资产配置比重贡献，即调整投资比重带来的超额收益；资产选择的贡献，即选择优质投资品种所带来的超额收益。

图 12　不同资产配置对业绩的贡献



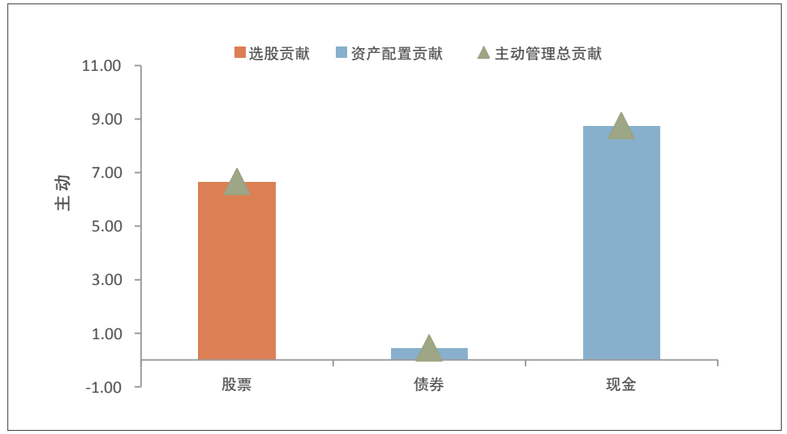
数据来源：平安罗素，Wind；　2011–1–1至2011–12–31

1.3.1资产配置的业绩归因

首先，私募管理人在投资组合中对不同类型资产的配置是超额收益的来源之一。任何市场参与者都力求在市场下跌时保持较低股票仓位，在市场上涨时保持较高股票仓位，那么在实践中私募管理人是否能够准确捕捉市场节奏带来超额收益？

图13展示了私募管理人的超额收益归因到不同资产类别上的分析结果。第一，私募管理人保持一定比率现金资产配置是超额收益的主要来源。本报告期内A股市场下跌，持有现金的平均收益高于持有股票的平均收益。在股票资产的投资上,私募管理人较好的个股选择能力是超额收益的又一来源。

图 13　资产配置的业绩归因



数据来源：平安罗素；　2011–1–1至2011–12–31

1.3.2行业配置的业绩归因

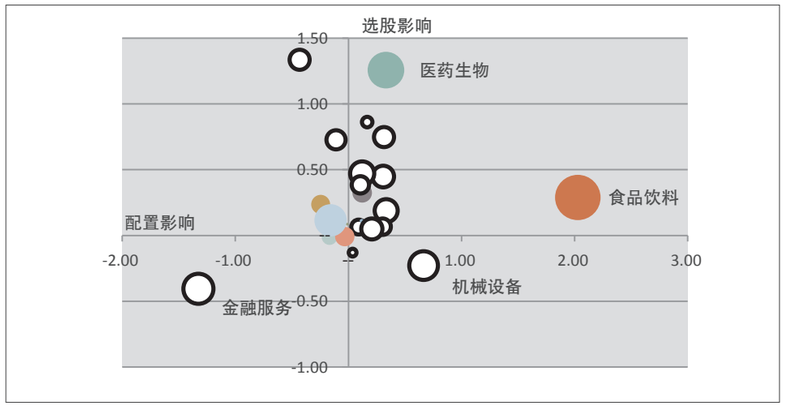
图14描述了按照行业类别区分的私募管理人业绩归因分析结果，这里仅就样本组合中的股票部分进行分析。图中圆点的大小表示了私募管理人对这个行业的主动配置，即超过或者低于比较基准的配置比重，白色的圆点代表了低于比较基准的配置，白点越大低配的比重越高；其他颜色圆点代表了高于比较基准的配置，圆点越大超配的比重越高。

报告期内，私募管理人全部23个行业的投资中有20个行业获得了正贡献。在选股上，他们在23个行业中18个行业中取得了超额收益，且在很多行业的选股效用显著；在配置上，私募管理人对大多数行业的主动配置效果有所提升，且在15个行业的择时上取得了成功，好于上一报告期的10个。

私募管理人投资最成功的两个行业仍旧为食品饮料和医药生物。在食品饮料行业的坚定超配为私募管理人带来了不菲的超额收益。医药生物行业的投资中，相对于行业配置，私募管理人成功选股是超额收益的主要业绩来源。这是因为行业内的公司不论在主营业务、核心产品以及所处发展阶段上都具有较大的不同，私募管理人有机会通过自下而上深挖优质公司获取超额收益。

私募管理人低配金融服务业，在个股选择上也不算成功，总体上对金融服务业的投资是整个行业配置中最大的负贡献。不同于上一报告期的超额配置，本阶段机械设备板块被较大的低配，私募管理人较准确地把握了该行业整体景气不济股价大幅走低的趋势，较小的敞口也为整个投资贡献了一定的超额收益。

图 14　行业配置的业绩归因分析



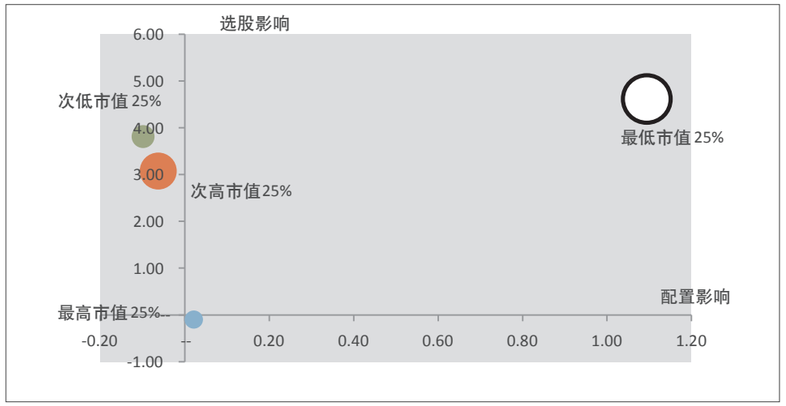
数据来源：平安罗素；　2011–1–1至2011–12–31

1.3.3市值偏好的业绩归因

图15描述了按照持股市值区分的私募管理人业绩归因分析结果，这个分析也是剔除现金仓位后的归因。这里所统计的市值数据是上市公司的股票总市值。报告期里私募管理人配置了较少小盘股和迷你股，在其他分类中或多或少地进行了超额配置。

虽然总贡献的大小有差别，阳光私募在四个市值类别的主动管理都获得了正贡献，除通过低配较好地规避了小盘股的大幅杀跌外，超额收益的主要来源是私募管理人在股票选择上的成功。

图 15　股票市值分类的业绩归因分析



数据来源：平安罗素；　2011–1–1至2011–12–31

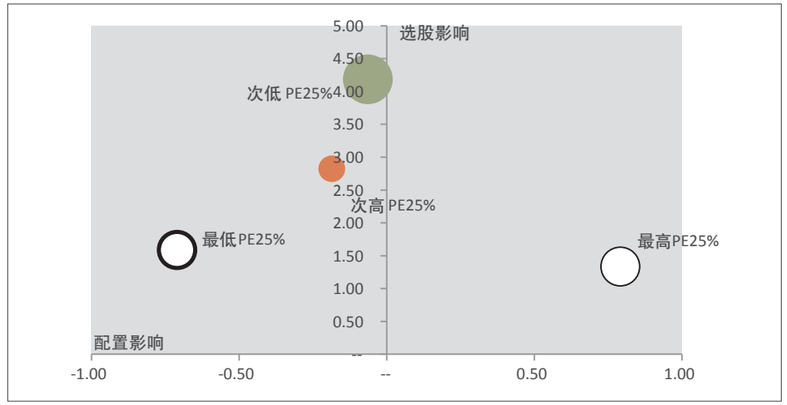
1.3.4估值偏好的业绩归因

图16描述了按PE水平不同进行分类的私募管理人业绩归因分析结果，这里也是剔除现金仓位后的归因分析。本期私募管理人超额配置了中等估值水平两个类别的股票，同时控制了在其他类别的配置。

阳光私募在四个估值类别的主动管理都赢得了正贡献，私募管理人在次低PE25%这一分类的投资所获得的超额收益最高。

私募管理人不同估值水平的各组别中的配置决策收效不显著，各类别的正负贡献总体相抵。超额收益的主要来源体现在股票选择的成功上，而私募管理人在次高估值的类别里选股较成功。

图 16　估值分类的业绩归因分析



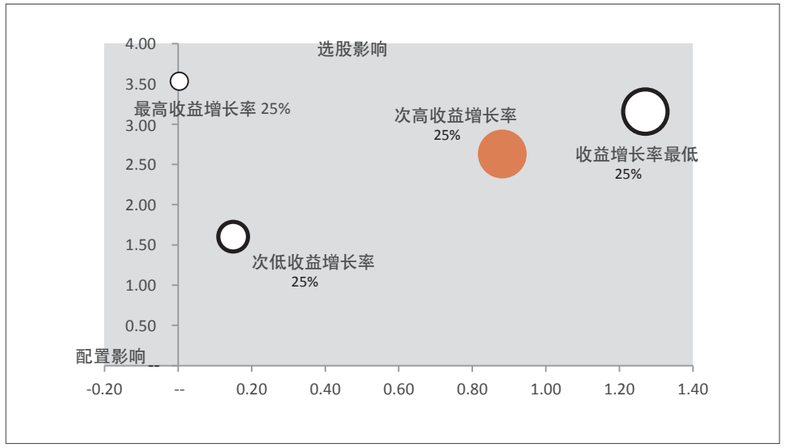
数据来源：平安罗素；　2011–1–1至2011–12–31

1.3.5成长偏好的业绩归因

图17描述了按利润增长率的不同进行分类的私募管理人业绩归因分析结果，同样也是剔除现金仓位后的归因分析。本期私募管理人超额配置了成长率次高的类别，同时控制了在其他类别的配置。

从成长性的角度衡量，阳光私募在四个类别的主动管理都赢得了正贡献，而且不论从选股还是配置上，私募管理人的决策都有积极作用。私募管理人在次高收益增长率25%这一分类的投资所获得的超额收益最高。

图 17　按成长性分类的业绩归因分析



数据来源：平安罗素；　2011–1–1至2011–12–31

第2章 私募管理人的买入和选股能力分析

通过业绩的归因分析，我们发现股票选择为私募管理人的超额收益做出了相当大的贡献，那么他们是通过投资哪类股票赢得超额收益的？通过投资管理人访谈和持仓数据的分析，我们了解到大多数私募管理人的选股以基本面分析为基础，那么他们的公司研究能力究竟如何，是否能够真正借助基本面研究准确找到有价值的投资机会？在此我们尝试通过分析年报、半年报以及季度报告公布前夕私募管理人新买入的个股，找到问题的答案。

2.1分析思路简述

2.1.1基本研究思路

分析的基本假设是，投资管理人所选择长期持有的个股主要有两种特征：一是公司有较高的成长性，二是股票被低估。而理想的买入这些股票的时点是在公司景气拐点附近或高速成长期的开始。因而擅长股票选择、研究能力出众的投资管理人，不仅要找到历史数据符合以上特征的个股，更要通过深入分析预测公司未来业绩数据是否持续符合以上特征，以及当前是否是合适的买点，并以此为基础准确持有具有增值潜力的股票。

因此在本文中，我们希望通过统计分析私募基金在年度和季度报告公布前的一个月所买入的个股，在后续业绩数据公布后是否持续保持低于行业平均水平的估值或者高于行业平均水平的盈利成长率，来判断私募管理人是否具备有效的研究质量和选股能力。

如果私募管理人买到动态估值较低、动态成长性较高的股票的概率较高，说明他们自下而上的个股研究能力确实为超额收益的来源。反之亦然。

进一步地，通过将私募管理人所买入的股票当时的动态估值与动态成长性指标与其历史平均值之间进行比较，来分析私募管理人是如何把握买入时点的。如果私募管理人在估值低于历史平均值的时点买入，则说明他们更关注企业估值修复所带来的投资机会；如果私募管理人在动态盈利增长率高于历史平均值的时点买入，则说明他们更关注企业利润增长所带来的投资机会。

2.1.2数据来源及样本选取

前文已经提到，我们的目的是分析私募管理人自下而上选择公司的研究质量，因而传统的选股型私募管理人是我们选择的分析目标，而采用短期交易、板块轮动等交易型策略的私募管理人，以及选择重组题材等特别选股策略的私募管理人不在本次分析的分析的范围内。

私募管理人投资组合的数据由平安罗素研究拜访过的私募管理人提供。为了降低噪声，提高数据分析质量，我们对数据样本进行了一定的筛选，这里所挑选的样本满足如下条件：

1、私募管理人采用基于基本面分析的选股型理念；

2、私募管理人向平安罗素提供了12个月以上的月度连续持仓数据；

3、私募管理人平均持股数低于30；

4、私募管理人所提供的投资组合中，持有期短于1个月的持股仓位低于30%。

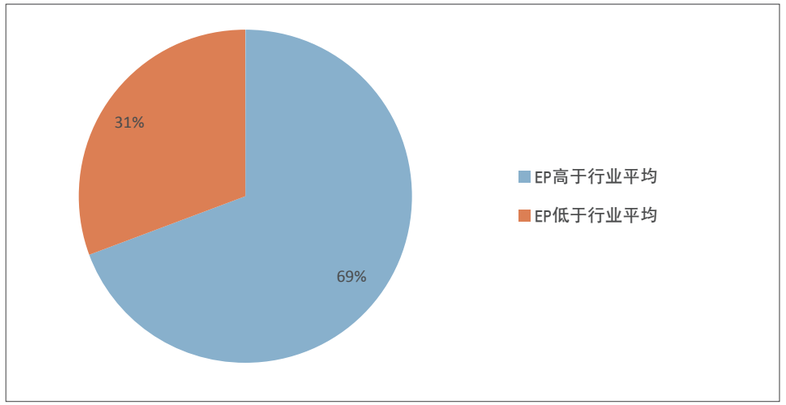
依照以上条件，我们最终筛选出60个私募管理人投资组合，就2009年到2012年6月的时间区间，以季度为频率对这些组合中的持股数据进行分析。

2.2分析结果

2.2.1估值与成长性

首先，我们对60个私募管理人的所有新买入股票在新的财务报告发布后的E/P比率与行业平均E/P比率之间的比较结果，该指标高于行业平均则说明个股的动态估值较低，也就是说私募管理人对个股的研究合格。由图18可以看到，69%的私募管理人所选择的股票动态估值低于行业平均水平。

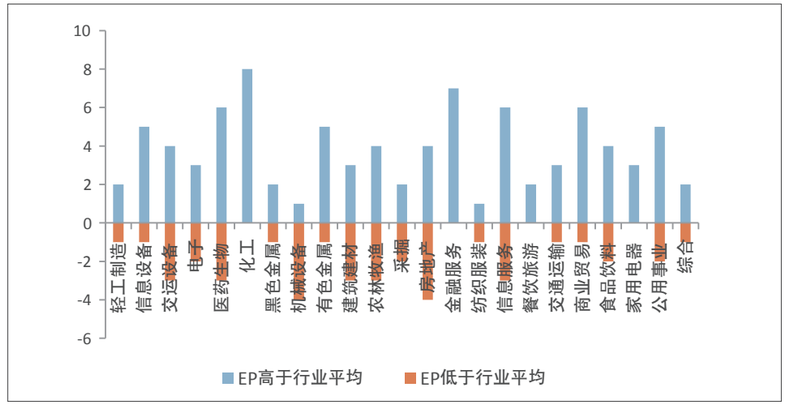
图 18　私募管理人所持有股票的估值特征（全体）



数据来源：平安罗素；　2008-12-31至2012-06-30

图19展示了在不同行业中，这些股票的E/P比率分布，柱形图的长短代表了平均新买入投资组合股票数量。医药生物、化工、房地产以及信息服务是新买入股票较多的几个行业。在化工、金融服务、餐饮旅游和家用电气等行业，私募管理人的研究判断相对准确；而在机械设备、纺织服装和房地产等行业的判断水准不高。

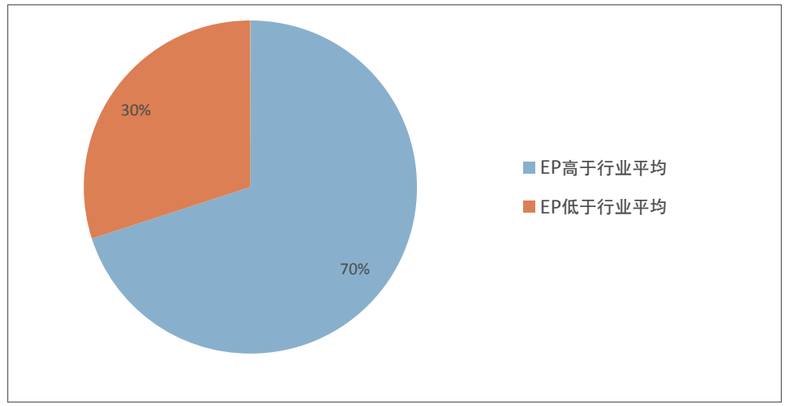
图 19　私募管理人所持有不同行业股票的估值特征（全体）



数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

图20是以投资组合为单位的统计分析，发现每个投资组合中在报表公布前一个月内新买入股票的平均E/P比率是否低于市场平均，从而确定私募管理人在投资组合层面的研究能力。结果与以个股为单位的分析基本一致，70%的私募管理人投资组合动态估值较低。

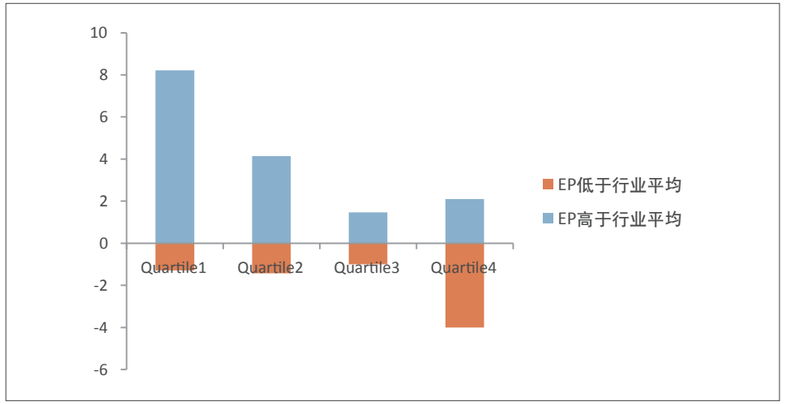
图 20　私募产品的估值特征（以产品为单位）



数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

图21是不同私募管理人投资组合，按照不同的动态估值成功率分类后的分布情况，柱形图的长短代表了平均新买入投资组合股票数量。前三组的投资组合动态估值失误的频率相仿，同时动态估值成功率与新买入个股的数量成正比。这种现象可以解释为，好的私募管理人团队齐整资源丰富，在研究覆盖和研究质量上都占优；能力中等的私募管理人，研究团队贡献新标的能力不足；而研究能力较差的私募管理人买入新股票较为随意。

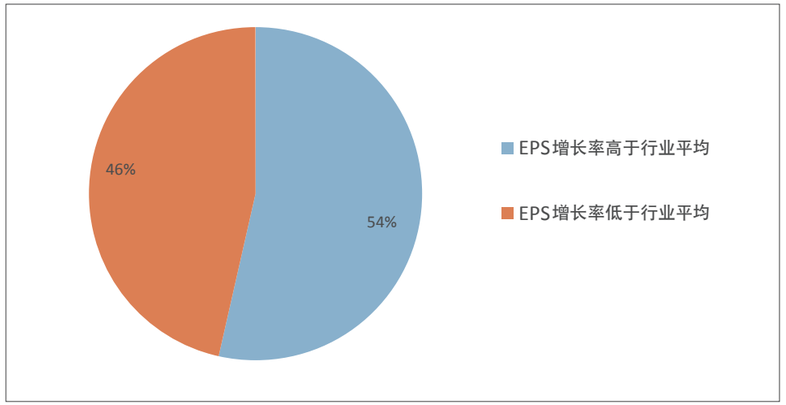
图 21　私募产品的估值特征（以产品为单位）



数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

同样地，我们对60个私募管理人的所有新买入股票在新的财务报告发布后的EPS增长率与行业平均EPS增长率之间进行比较，该指标高于行业平均则说明个股的动态成长性越高，也就是说私募管理人对个股的研究合格。由图22可以看到，统计结果显示，54%私募管理人所选择的股票动态成长性高于行业平均水平，但是这种优势不如动态估值明显。

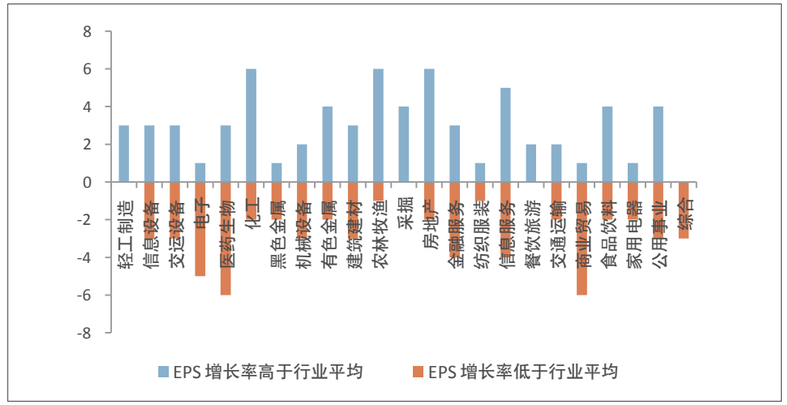
图 22　私募管理人所持有股票的成长性特征（全体）



数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

图23展示了在不同行业中，这些股票的EPS增长率分布。在轻工制造、化工、餐饮旅游和农林牧渔等行业，私募管理人的研究判断相对准确；而在医药生物、商业贸易和电子等行业的判断水准不高。

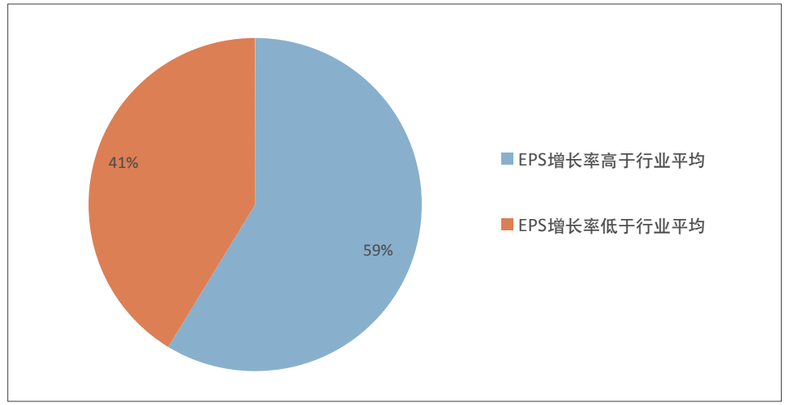
图 23　私募管理人所持有不同行业股票的成长性特征（全体）



数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

图24以投资组合为单位，统计每个投资组合中在报表公布前一个月内新买入股票的平均EPS增长率是否低于市场平均，以确定私募管理人在投资组合层面的研究能力。结果显示比以个股为单位的分析绩优，59%的私募管理人投资组合动态估值较低。

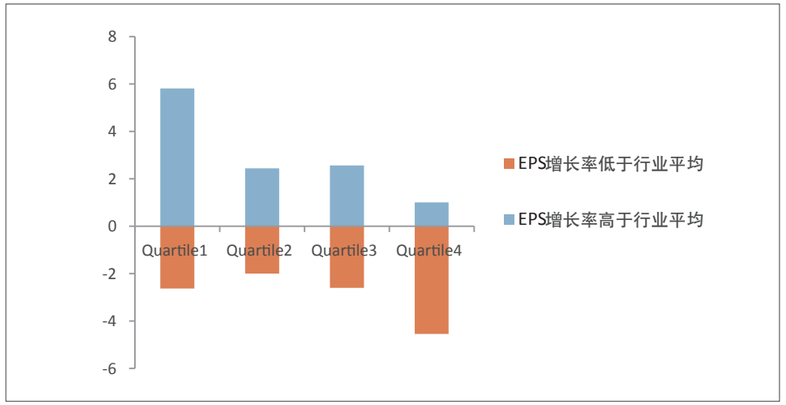
图 24　私募产品的成长性特征（以产品为单位）



数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

图25是不同私募管理人投资组合，按照不同的动态估值成功率分类后的分布情况，柱形图的长短代表了平均新买入投资组合股票数量。最优的一组投资组合在动态EPS增长率的估计和新买入个股数量上都比较突出，而其他分类之间的区别主要在于估计的成功率。

图 25　私募产品的成长性特征分布（以产品为单位）

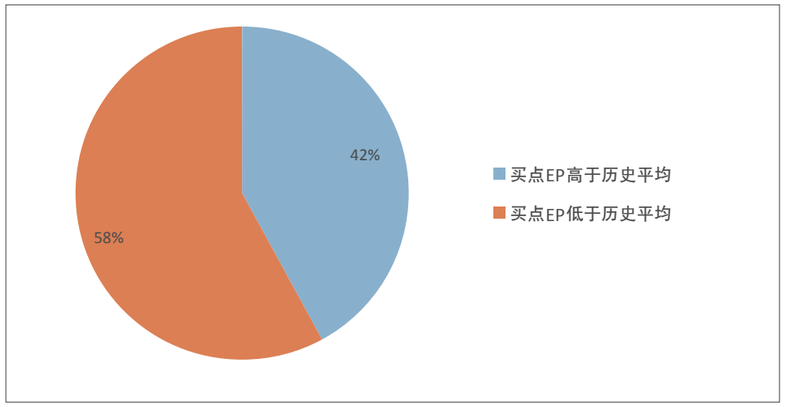


数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

2.2.2买卖时点

图26是新买入的股票在新报表公布后的E/P比率与他们的E/P比率历史平均值的比较结果，买点E/P比率高于历史平均值说明其动态估值低于正常水平，买点的E/P比率低于历史平均值说明其动态估值高于正常水平。可以看到，58%的私募管理人买入时股票动态估值高于历史平均值。

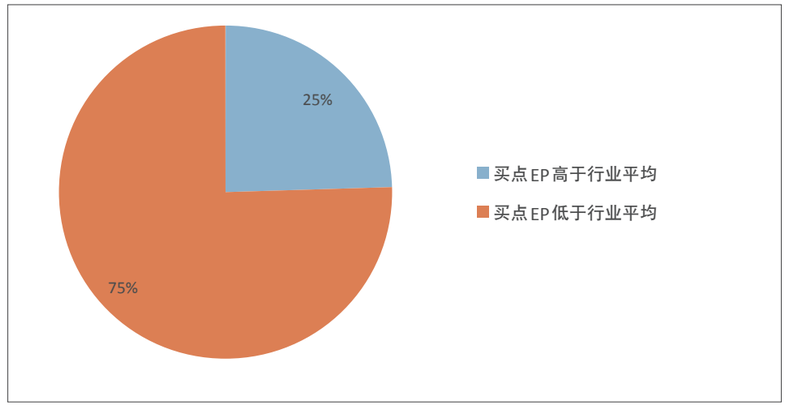
图 26　私募管理人股票买点的估值特征（全体）



数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

图27是以投资组合为单位的统计，统计每个投资组合中在报表公布前一个月内新买入股票，在新报表公布后的E/P比率是否高于历史平均值，以确定各个私募管理人在投资组合层面的买点选择习惯。研究结果与以个股为单位的分析方向相同，但是买点E/P比率低于历史平均值的比例更大。

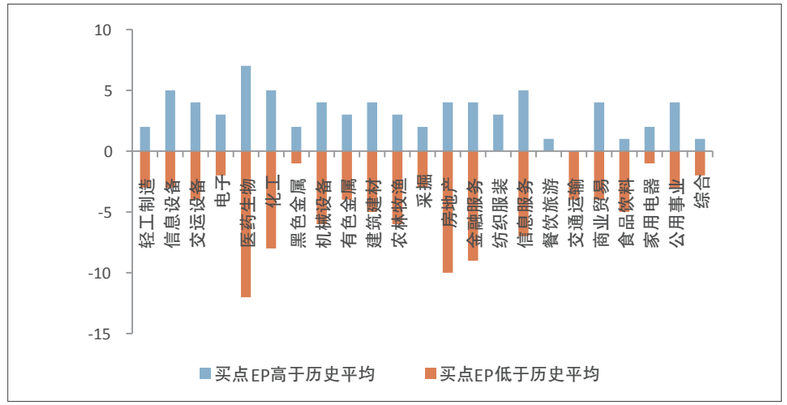
图 27　私募管产品股票买点的估值特征（以产品为单位）



数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

图28展示了行业分布情况。在医药生物、房地产、金融服务和信息服务等私募管理人买入个股较多的行业，所选个股的买点动态估值高于历史平均值。而在黑色金属、餐饮旅游、家用电器等行业新买入的股票数量较低，所选个股的买点动态估值低于历史平均值。

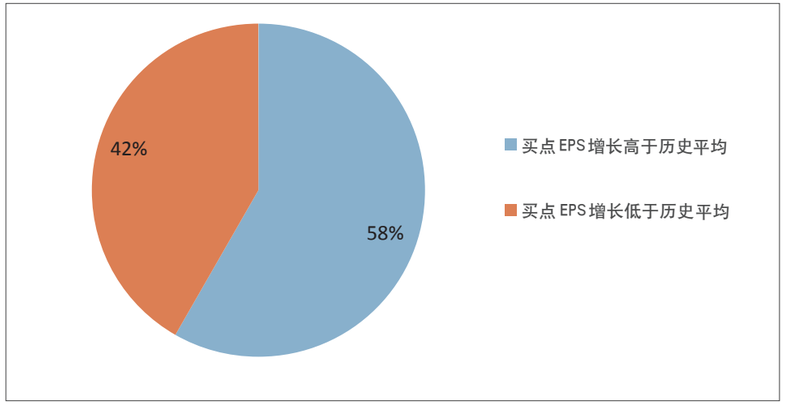
图 28　私募管理人所持不同行业股票的买点估值（全体）



数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

图29是买入的股票在新报表公布后的EPS增长率与他们的EPS增长率历史平均值的比较结果，买点EPS增长率高于历史平均值说明其动态成长性高于历史正常水平，买点的EPS增长率低于历史平均值说明其动态成长性低于历史正常水平。可以看到，总体上私募管理人买入时股票动态成长性高于历史平均值。

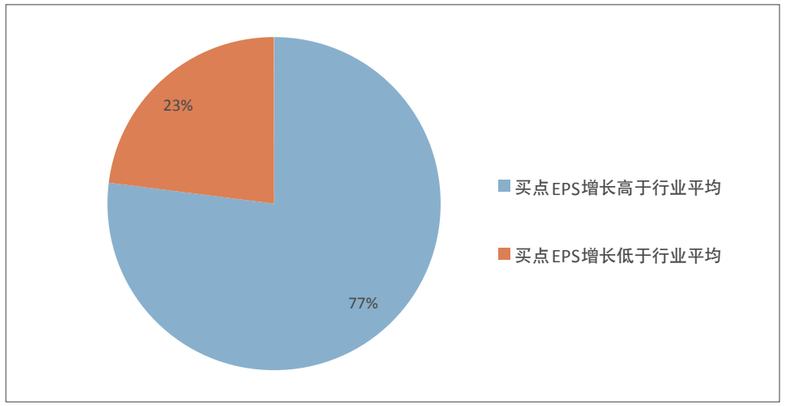
图 29　私募管理人股票买点的成长性特征（全体）



数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

图30是以投资组合为单位的统计，统计每个投资组合中在报表公布前一个月内新购股票，在新报表公布后的EPS成长率是否高于历史平均值，以确定各个私募管理人在投资组合层面的买点选择习惯。研究结果与以个股为单位的分析方向相同，但是买点EPS增长率低于历史平均值的比例更大。

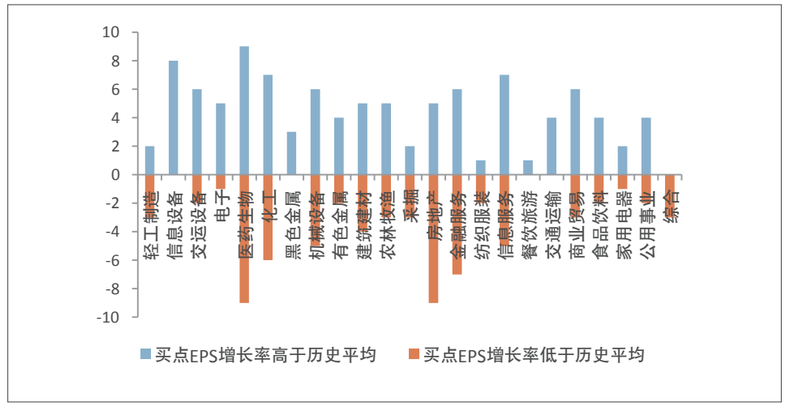
图 30　私募产品股票买点的估值特征（以产品为单位）



数据来源：平安罗素；　2008–12–31至2012–06–30

图31展示了行业分布情况。在信息设备、交运设备、电子、信息服务等新兴产业较集中的行业，私募管理人所选个股的买点动态成长性大面积高于历史平均值。而在地产、采掘、医药生物等行业，私募管理人在买点的选择上分歧较大。

图 31　私募管理人所持不同行业股票的买点成长性（全体）



数据来源：平安罗素；　2008—12—31至2012—06—30

2.3结论

不论是以股票还是以产品为单位衡量私募管理人对买入新股的动态估值及成长性的把握，分析结果都表明私募管理人比较准确地预测即将公布的财务数据，成功选出动态估值较低的或者动态成长性较高的个股的概率较大。

在不同的行业，私募管理人的研究侧重点有所不同。在估值上，私募管理人在化工、金融服务、及家用电器等行业的预判准确度较高；成长性上，私募管理人在农林牧渔、采掘和餐饮旅游等行业的预判准确度较高。

好的私募管理人团队齐整资源丰富，在研究覆盖和研究质量上都占优；能力中等的管理人，研究团队贡献新标的的能力不足，同时基金经理对自身的限制有清醒的认识；而研究能力较差的管理人，基金经理买入新股票较为随意。

在股票买点的选择上，私募管理人更大概率地选择了上市公司动态估值低于历史平均值，即将公布的盈利增长率高于历史平均值的阶段，也就是说这些私募管理人对公司的成长性更为关注。

增长率低于历史平均值说明其动态成长性低于历史正常水平。可以看到，总体上私募管理人买入时股票动态成长性高于历史平均值。

作者：Brian Ingram、张月
Brian Ingram:毕业于美国耶鲁大学，CFA，12年海外金融行业经验，8年投资管理人研究经验。
张月：数量经济学硕士，毕业于吉林大学，CFA三级候选人，6年国内投资管理人研究经验。

投资管理人访谈—他们眼中的平安罗素

编辑：曹昱晟

平安罗素自2011年3月成立以来，在一年半的时间里，已先后研究了近400位投资管理人，包括阳光私募基金经理、券商集合理财计划的投资主办和公募基金公司的专户投资管理人，以及部分公募基金经理，建立了200多位投资管理人的过往投资持仓数据库。经过深入的研究和分析，平安罗素建立了自己的投资管理优选人库，并与其中部分投资管理人开展了投资合作。

中国投资管理人群体成长快速、背景多样，投资风格和投资业绩差异巨大。在我们研究的投资管理人中，有的曾经担任公募基金公司的研究总监，有国内量化投资领域的先驱者，有管理资产规模超过公墓基金公司的私募基金公司大腕，有的曾是公募基金公司的明星基金经理。为了建立更通畅互信的研究关系，进一步优化我们的研究流程，寻找更加本土化的改进空间，使平安罗素的投资管理人研究更加契合中国的国情，我们特意挑选了研究过的投资管理人中有代表性的四位，请他们谈谈对平安罗素投资管理人研究和投资管理的看法，并提出他们的建设性意见和建议。他们的评价与建议主要集中在以下四个方面：

研究体现专业

在被问到对平安罗素研究团队的研究流程的看法时，一位量化投资私募基金经理给予了高度的评价，他表示：“很专业，在国内我们接触的第三方投资机构中，贵公司给我们的印象是最专业的。而且工作效率很高。”

根据平安罗素的研究发现，该公司主要依赖布局短期内有望获得资金青睐，取得显著超额收益的品种，同时维持可控的市场风险敞口。该公司的问题在于，该策略在市场流动性快速萎缩的情况下会短暂失效，建议其在观察到流动性快速收缩时，对仓位作出相应调整。因此，当问及对我们研究流程最感兴趣的点是什么的时候，投资管理人言道：“你们是根据什么来组织问题的？你们的问题很切中要害。”

诚然，依靠专业化的投资管理人研究流程和体系，给投资管理人专业研究的印象，这不但重要，更加深了投资管理人对我们研究团队的信任感。

专业创造价值

在接受回访，被问及我们的研究团队是否有向其提供一些反馈意见、这些意见对其公司是否有帮助时，一位大型公募基金管理人表示：“你们对我们的研究员激励制度提出的一些建议，我们非常重视也重新梳理了制度与我们自己的投资方法。由于目前的行业环境和压力，确实很难完全理想化地去操作，但对我们有借鉴意义；另外也提到投资经理后备力量的培养，我们已经开始着手寻找，但目前还没有发现合适的人选。”

平安罗素的研究发现，该公司主要依赖布局下一财年盈利成长的公司，辅以基金经理在熟悉的高Beta行业上的配置调整获取超额收益，数据显示该策略简单有效，易于评估；公司当前投研团队有能力覆盖大部分行业与个股，为基金经理提供足够的个股机会，因此个股风险对组合影响有限。潜在的风险在于，对研究员的考核方式过于激进，可能导致推荐个股理由与盈利成长策略出现偏离，建议其对公司激励制度略作完善，使之与其投资哲学更为匹配；同时由于国内公募群体对相对收益管理中跟踪误差的控制普遍重视不足，

且平安罗素指定的投资经理缺乏可靠的备选替补。

根据投资管理人的反馈，平安罗素对于投资管理人的专业化研究，为管理人投资水平的提升着实创造了一定的价值。

业务推动合作

经平安罗素的研究发现，一家产品系列完备的老牌私募基金的研究团队的规模及能力在业内均处于中上水平。公司专注于挖崛具有高成长潜力的长期投资标的，并辅以捕捉受益于市场回暖的周期类标的和基本面有望触底反弹的板块的短期投资机会。在运营方面，与其他私募相比，公司在治理结构、业务多元化、财务状况等方面均表现优良，呈现较完备的公司管理体系。然而，在调研期间，公司出现主要基金经理更替，且公司的投资期限与我们当前的业务需求不匹配。综合考量后，决定暂不将此管理人列入优选库。

该公司的主要负责人兼投资主管管理人在回访中表示："之前有接触过TOT或者FOF公司，例如兴业信托、招商证券等组织的尽调，但更多关注业务经营，之前未接触过专注于做MOM的公司。我们对贵公司的反馈非常重视，有些意见和建议也已经在逐步落实改善。在业务逐步扩大的同时，希望能有进一步的合作。"

一家由公转私的投资管理人，经平安罗素的研究发现，擅长于挖崛能充分受益宏观经济增长的板块，并从中挑选出具有长期高成长潜力的个股标的，通过买入持有、集中持仓的方式获取长期的超额收益。在公司运营管理方面，由于公司尚处于早期发展阶段，相关的流程均较为简单，有待于进一步完善。此管理人列入了平安罗素的优选库中，但由于投资风格和期限与当前平安罗素的客户需求不匹配，暂未在现有产品中合作。该管理人明确表示："希望双方能够有更多的互动，及时向我们告知贵公司的业务发展动态，争取未来有很好的合作机会。"

平安罗素的业务在逐渐扩大，随着业务量及资金量的增长，与外部投资管理人的合作越来越多，对各种投资策略和投资风格需求也越来越广，有待迅速研究、发现更多更好的且差异化的投资管理人，通过合作实现平安罗素广大机构客户为主的投资目标。

沟通增进互信

"希望你们能定期的给予我们反馈，对于我们投资提出更多的宝贵意见。""如果时间允许的话，希望能够保持互相的沟通，平时多与基金经理们交流，以增进相互了解。"

这些是平安罗素研究并跟踪的投资管理人的共同心声，我们的研究体系给被研究投资管理人非常专业的印象，专业的沟通和建议也推动了他们投资业绩的改善。同时，持续地研究并发现优秀的投资管理人，也是平安罗素的业务发展坚实基础，与外部投资管理人顺畅沟通、互信合作，一直是研究团队努力探索的方向，今后会继续加深与投资管理人在互信互惠基础上的沟通与合作。

编辑：曹昱晟

曹昱晟：金融学硕士，毕业于上海财经大学，通过CFA考试，3年国内投资管理人研究经验。

保险资金资产负债管理与委外投资模式研究

作者：李明

一、研究背景

良好的资产负债管理是保险公司可持续发展的基石，树立正确的资产负债管理理念，制定合适的资产负债管理策略，构建可执行的资产负债管理模型，可以支持保险公司的稳健运营，降低资产负债错配导致的公司经营风险，促进保险行业的可持续发展。

保险公司的资产和负债之间存在紧密的联动关系，二者共同决定保险公司的盈余价值及其变动方向，需要对资产与负债进行整体协调与动态匹配，一旦二者处于不平衡状态，会给保险公司造成现金流不匹配、偿付能力不足等重大风险，表1列明的世界保险史上的失败案例都验证了资产负债管理对保险公司的重要性。

表 1　世界保险史资产负债管理失败案例

案例名称	案例概述	原因分析
英国公平人寿分行年金事件	英国公平人寿是现代人寿保险业的鼻祖，第一位精算师诞生的摇篮，1960–1980年间销售了大量年金转换权的保单，保单为客户提供保证收益率条款，附加投保人在退休时将自己年金支付水平转换为个人收入特定比例的期权合同：如果当前年金支付水平低于合同担保利率，客户可以行使执行期权，可以获得高于当期市场回报率，即相当于把分红年金转化为高利率保单，该嵌入期权带来了总值25亿美元的额外负债。	公平人寿轻率承诺长期担保责任，没有对保单期权进行科学评估，未在资产配置方做适当的对冲安排。
美国通用人寿流动性风波	美国通用人寿销售的短期融资协议产品，除了支付较高的收益外，还赋予客户可以在通知公司后7天内免费赎回保单，给予客户类似债券回售期权的权利，1999年7月30日穆迪下调通用人寿债务评级引发市场悲观情绪，40亿美元的集中赎回造成了公司流动性困境，最终公司被大都会人寿收购。	对于产品负债方流动性需求的评估不足，继而导致资产端的管理决策失误。
日本保险业利差损危机	1990年日本泡沫经济破灭后，大量签发的高利率保单开始不断暴露资产负债错配风险，严重的利差损，造成1997年–2001年日本保险业的破产潮，共有7家寿险和2家产险公司破产。	经济泡沫后的，利率骤降，对高利率保单负债缺乏审慎管理，追求能够获取更高收益的高风险投资，资产泡沫破灭重创了偿付能力。
AIG经营危机	AIG的伦敦分支机构AIGFP大量参与了CDS（信用违约掉期）衍生品业务，与CDS相关的损失达到250亿美元	资产负债错配风险控制失误，缺乏审慎的风险评估。

二、资产负债管理的发展历程、模式与技术

（一）资产负债管理的发展历程

图1列示了资产负债管理从萌芽到理论系统化过程，其贯穿了整个保险行业的发展，是系统管理保险公司的负债与资产端有效工具，世界保险历史上的大型失败案例，究其深层次的原因在于资产负债错配，未能有效的进行资产与负债的匹配管理。

图 1　资产负债管理发展历程

1800年	1930年代	1952年	1960年	1980年	1998年
ALM萌芽	ALM正式提出	ALM系统化	ALM银行业应用	ALM保险业运用	ALM权威定义
■伦敦公平人寿保险业协会的William Morgan提出保险机构需要保持充足准备金来覆盖负债	■Frederick Macaulay、John Hicks提出用于分析利率敏感性的久期和凸性概念，保险资产负债管理理念的正式提出	■英国精算师Redington提出免疫理论，保险机构通过建立一种资产负债结构，使得无论利率发生何种波动，都能够保证资产净值至少等于负债净值	■1960年代，美国银行业运用资产负债管理理念，主动管理负债，让负债适应并支持资产管理的双向模式	■1980年代中后期，监管、IT、金融市场环境变化，促进保险行业审视资产负债结构，久期、凸性、VAR、压力测试、情景分析、随机规划、动态财务分析工具和技术综合利用	■美国精算师协会：资产负债管理是一种企业经营管理实践，是企业为达到协调其资产和负债目标所做出的决策及行为，资产负债相关决策的持续过程

（二）模式比较

1、寿险与非寿险业务模式关键点比较

作为保险两大分类的寿险和非寿险在产品特征、业务模式、负债特性和运营管理方面均存在较大差异，其资产负债管理方法和侧重点有显著差异，在实施资产负债管理时，需要根据业务特点进行选择，差异比较如下表2。

类型	负债期限	利率敏感性	外部环境对业务影响	未来负债支付特点	资产负债管理重点	主要利润来源
寿险	较长	极高	剧烈	有不确定性，较非寿险容易预测	利率风险	投资业务的利差
非寿险	较短	较低	平稳	不确定性很强，十分难预测	流动性风险	承保业务的死差

寿险公司传统的资产负债管理主要采用从产品线到整体业务的方式，即从公司的某个业务线分支，如某项险种或是按照风险收益特点可归入同一类的产品出发，分别考察其各自不同的负债特征及匹配管理要求，在每条业务线决策的基础上实现公司整体的资产负债管理方案，寿险是以业务线以及支持该业务线的投资组合作为分析资产负债结构的基本单位。

非寿险一般将负债作为一个整体，在此基础上实施与资产结构的匹配协调，在非寿险广泛推广的动态财务分析就是对保险机构整体财务状况进行分析的一种方法，其中涵盖承保风险、投资风险、再保险风险等广泛的风险元素，更好的实现全面风险管理的目标。

2、资产负债管理模式比较

目前保险机构的资产负债管理模式归结为三大类，负债主导型模式、资产主导型模式，以及资产负债并行模式，如表3资产负债管理模式比较。

负债主导型模式：保险机构首先要根据内外部因素确定保险业务发展策略，之后再参考按照此策略固定下来的负债结构，通过对资产方的单方面调节来实现资产与负债匹配的要求。

资产主导型模式：强调投资业务在保险经营中的地位，承保活动作为投资的附属业务，倡导从资产管理角度出发制定其保险业务的发展策略，在产品设计和定价时着重考虑资本市场状态，分析各类投资工具及投资组合所具有的风险收益特征，而不是将重点放在满足客户需求、建立行业竞争优势之上。

资产负债并行模式：融合了负债主导和资产主导两种模式的思想，应当从投资和承保两方面同时入手确定各项策略，更加系统全面，强调负债方和资产方的沟通协调，双向调节实现均衡与互补。

表 3　资产负债管理模式比较

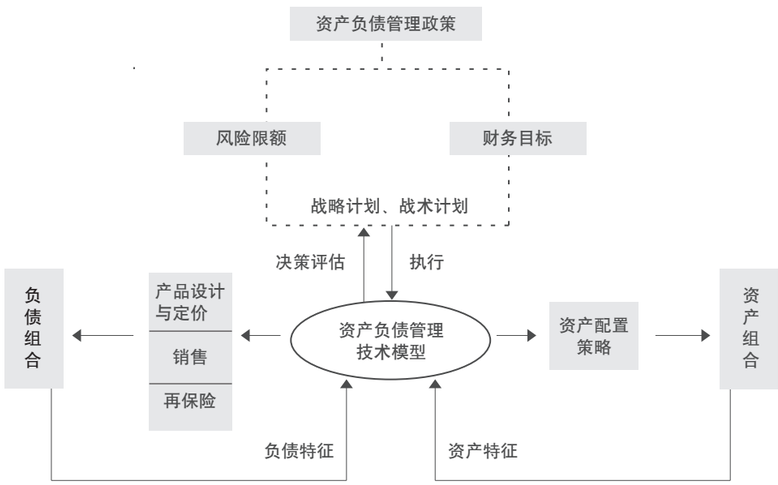
比较项目	负债主导型模式	资产主导性模式	资产负债并行模式
优点	有利于根据市场需求开发产品，进行业务拓展	可以较容易实施资产负债匹配管理	同时满足承保和投资的需求，更全面地对公司价值进行管理
局限性	可能难以找到合适的资产组合匹配负债； 承保业务策略不合理，可能给保险公司带来较高的风险隐患（日本的利差损危机）	制定的保险业务策略可能无法满足市场需要，使得公司业务处于被动局面； 可能引发公司业务的剧烈波动，造成流动性问题及财务不稳定	涉及众多环节的协调过程比较复杂； 成功运行依靠各部门的协调合作，其构想往往得不到有效执行，且难以达到预期效果
应用范围与要求	适合资本市场健全、投资工具丰富、监管限制较少的国家中运用； 要求适用者具备成熟的管理理念，有一套有效的监管机制约束	要求使用者具备优秀的投资能力、良好销售网络并能提供完善服务； 完全使用该模式管理所有产品的并不多见，某些公司可能在特定阶段中采用该模式管理个别产品或产品线	国际保险行业通行做法； 要求管理层具有良好的业务素质和决策能力，建立完善的组织架构和业务流程相配合

3、资产负债并行模式的组织架构与管理流程

资产负债并行模式要依靠产品、销售、风控、投资、精算、财务等部门的相互协调，传统的保险公司组织架构下，各部门相互独立，基本处于割裂状态，难以满足并行模式的要求，在组织架构上建议在董事会下设资产负债管理委员会，并成立资产负债管理部作为资产负债管理的具体执行部门，除了建立与产品、销售、风控、精算、财务和投资等部门的沟通合作机制以及对各业务模块的工作计划进行协调外，职能机构还具体承担搭建资产负债管理技术平台、定期出具资产负债匹配状况评估报告、协助制定负债业务和投资业务策略、跟踪可能影响资产负债匹配管理的重要因素等职责。

资产负债管理委员会选择合适的技术模型、并根据相关信息分析制定资产负债管理政策，包括公司的长期财务目标、当年具体目标、投资政策、风险管理政策等，架构如图2资产负债并行模式组织架构。

图 2　资产负债并行模式组织架构



4、资产负债管理技术及比较

资产负债管理的理论和实践过程也是资产负债管理技术的发展历程，从具有里程碑意义的降低利率风险的免疫技术的提出，到利用现代金融工程及计算机技术的线性规划、蒙特卡洛模拟、随机控制、动态财务分析等新技术运用，从控制利率风险到公司全面风险管理，并相应设定了法定盈余、股东汇报、经济增加值等多重财务目标，寻求风险与价值的平衡关系，各资产负债匹配管理技术比较如表4保险资产负债匹配管理技术。

表 4　保险资产负债匹配管理技术的比较

方法	模型特征	主要使用目的	复杂程度	灵活性	主要适用范围	应用情况
免疫	单阶段决定性	利率风险控制	简单	弱	寿险产品线	在许多国家广泛应用
现金流匹配	单阶段决定性	利率风险控制	中等	弱	寿险产品线	在许多国家广泛应用
缺口分析	单阶段决定性	利率风险控制	简单	弱	寿险产品线	在许多国家广泛应用
现金流测试	多阶段决定性	风险测试与财务规划	较复杂	中等	寿险/非寿险产品线/整体	发达国家和一些新兴市场
多重限制决策	单阶段决定性	多目标优化	较复杂	中等	寿险/非寿险产品线/整体	发达国家部分公司
随机规划模型	多阶段随机性	财务决策优化	十分复杂	强	寿险/非寿险产品线/整体	欧美日等发达国家部分公司
动态财务分析	多阶段随机性	财务决策优化	十分复杂	强	寿险/非寿险产品线/整体	北美、欧洲部分公司

三、资产配置策略与投资管理模式

在资产负债管理的资产端，制定合适的配置策略，科学配比不同资产类别，是资产负债管理的重要环节，配置方案的选择和执行结果不仅直接决定了当期投资回报和盈利水平，还关系到公司的长期经营与经济价值。资产配置密切跟踪和围绕保险公司经营的基本原则并根据资产负债管理的政策来实施，资产配置从期限上可划分为长周期的战略资产配置与短周期的战术资产配置。

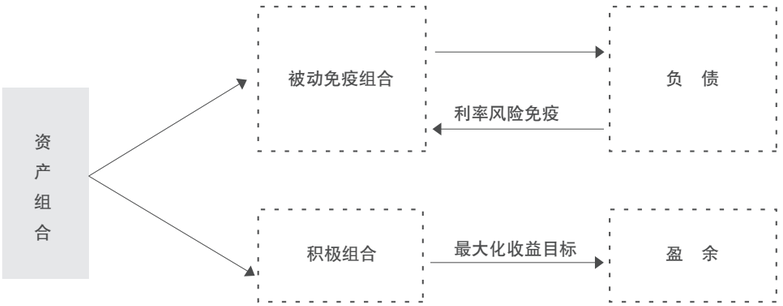
（一）战略资产配置

战略资产配置是根据投资人的长期投资目标和风险承受能力，以不同类别资产的风险收益特征为基础，分配资金比例，对投资资产做出的一种长期整体规划与安排；根据保险公司资产负债管理要求和投资目标的不同，当前保险公司较常适用的战略资产配置方法归结为两种：针对利率风险管理的传统免疫方法和基于盈余价值增长与风险平衡的最优化方法。

1、传统免疫方法

其核心思想是通过构建与负债结构相适应的资产组合，抵御利率波动对公司盈余的负面影响，对利率风险进行控制和对冲的策略，主要运用久期、凸性、现金流匹配等技术，寻找最优免疫组合，确定如何按照一定比例在不同类别、不同期限的投资品种之间分配资产的方案。

图 3　传统免疫架构



2、最优化方法

最优化方法的理论基础来源于1952年由美国著名经济学家哈里·马科维茨提出的用均值-方差来衡量投资管理中的两个关键要素收益和风险，通过一定的约束条件下最优化目标函数的形式建立投资组合的均值-方差组合。对于保险资产的战略配置，不能仅仅运用静态的马科维茨的均值-方差得出的有效组合边界，需要综合考虑保险公司面临的负债端的特征对公司的财务回报、偿付能力、风险状况、盈余价值等管理目标进行分析，寻找达到公司管理目标的最优资产组合。日本Yasuda保险公司运用其与美国罗素公司联合开发的Russell-Yasuda模型，采用动态的随机规划模型帮助公司在资产负债整体框架下更好的管理财务目标，这一多期最优投资策略为Yasuda保险公司带来更高的收入。

（二）战术资产配置

战术资产配置是投资者根据短期宏观经济、货币财政政策、资金供给等因素的变化，对战略资产配置进行微调，增加资产组合对市场敏感性，利用短期预期增加组合价值。传统免疫策略下，根据短期因素变化对资产的久期进行调整，如预期利率上行，缩短资产久期；对于最优化的资产配置策略，战术层面的资产配置主要作用于盈余增长目标和各类风险约束条件的调整，以适应大类资产投资比例的变动，如经济扩张或衰退阶段，股票的收益和风险会偏离长期预期，在加息或降息阶段，债券及利率也有截然不同的表现，在适用最优化模型的时候可以结合短期走势的分析，更好的模拟盈余的增长和波动情况，判断应适当减少或增加风险资产的持有量。

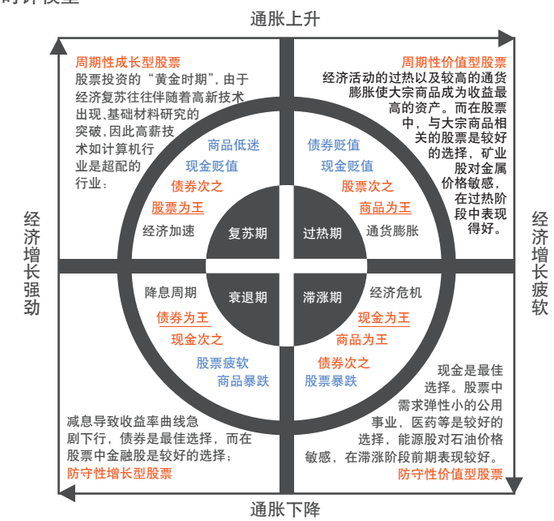
战术资产配置的两种分析模型：美林时钟模型和多因素模型。

1、美林时钟模型

美林证券于2004年首次提出投资钟理论，如图4美林时钟模型，是将资产轮动及行业策略与宏观经济周期联系起来的一种直观方法，体现了自上而下的资产选择思想。根据经济增长状况和通胀情况，投资钟模型将经济周期划分为四个阶段。美林证券对美国市场完整的超过三十年的四大类基础金融资产（股票、债券、现金、大宗商品）和行业回报率数据进行全面回溯。首先，使用经合组织对“产出缺口”的估计和用CPI做通胀指标的数据来识别1973年以来美国经济在各个时期所处的阶段。然后，给定任意一个经济周期的阶段，把符合这个阶段的所有月份的数据汇总，计算每个阶段的各大类资产回报率和行业资产回报率，检验投资钟模型的实证意义。所有收益率数据都是经通胀调整的实际收益率。

根据经济增长和通货膨胀情况，经济周期分为衰退、复苏、过热和滞涨四个阶段，利用投资钟模型，判断经济周期性变化，对大类资产进行相应的战术性调整提供有益的参考，有利于增加资产组合价值。

图 4　美林时钟模型



在资产配置的投资实践中，美林证券的投资钟模型只是提供了一个大致的资产选择方向，该模型同时也存在一些值得商榷的地方，比如：

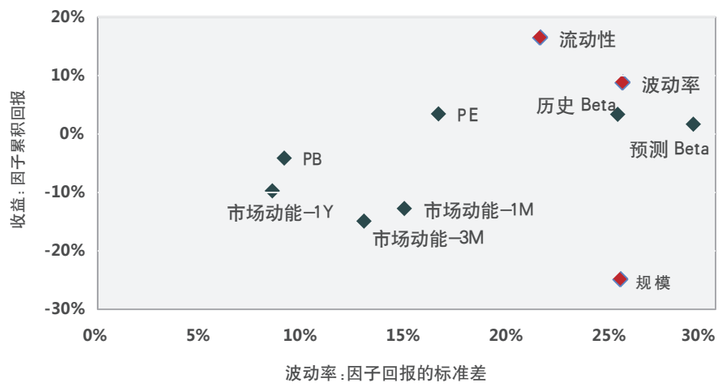
1）常见的投资钟的圆形形态只是美林投资钟模型的特例，并不具有普遍性，投资钟形态多数情况下是椭圆型的，极端情况下甚至可以是一条斜线。因为在实际的经济运行过程中，通货膨胀周期要滞后于经济增长周期，每一个阶段的两者的滞后时期不可能保持一致，而且不同阶段间差异会比较大；同时，经济周期的各个阶段的发展时间并不是固定不变的，可能出现短时期过渡以后，突然转向，如中国经济在2008-2010的情形。

2）美林投资钟通过经济增长与通货膨胀的二维分析为基础，在投资实践中如何选择适当的指标来度量经济增长和通货膨胀存在一定的分歧。因为不同指标对经济运行的指示性具有不同的特征，有领先指标、同步指标、滞后指标之分。

2、多因素模型

多因素模型是用来量化分析市场短期趋势、制定有效战术资产配置策略的参考工具，与投资钟模型相比，该模型运用于更短期的战术资产配置调整，通过对宏观、估值、资金流动性、市场动能、企业盈利、市值等剥离出多种因素，通过统计分析各因素对资本市场影响，归纳出各因素对各类资产业绩贡献的规律，体现了自上而下的资产选择思想。建模者通过历史回溯、定性推理等方式遴选和甄别指标，分析不同市场环境中的主导力量，区分出主要影响因子和次要影响因子，计算这些因子变动对资产变动影响的方向和幅度，如图5中国A股市场因子分析示例。

图 5 中国A股市场因子分析示例



多因素模型在投资实践中，为短期资产选择提供了相对直观、可计量的判断与参考，但其固有的缺陷需要给予关注，比如：

1）多因素模型中使用的是对历史数据进行加工处理的结果，与历史的比照和回溯往往充满风险，尤其是在今天的特殊时期，这也是“新常态”中“新”的含义之所在。这也使我们可以非常容易地观察到这样一种现象，就是每当经济（或者市场）出现剧烈变化或者波动的时候，通常可以观察到某大型投资机构出现几十亿美金的投资损失。

2）量化工具的使用其结果具有后验的天然特征，对于经济和市场中的新信息反映滞后，同时，经常会出现与投资常识极不相符的结果，如2011年年中时期的A股。

（二）投资管理模式

资产配置目标的实现需要通过投资完成，投资管理也是资产负债管理的核心环节之一，投资业务对保险的利率贡献不断提高，目前，国际保险业的投资管理，从投资运作主体来分类主要包括三种模式，自营投资、自有专业化资产管理公司和外部投资管理人，管理层可以根据其经营规模、投资管理能力、监管要求等因素选择适合的模式，根据资产负债管理政策，构建组织架构、工作流程与决策体系，运用科学的方法指导投资操作。

自营投资模式是指保险公司在内部设立投资部门运作资金的管理模式，投资业务决策和操作执行都由其自身负责，公司直接把控投资活动的各环节，具有便于监控、运作风险小的优点，但随着金融工具创新，不能满足日渐复杂化投资活动，单靠内部投资部门难以适应专业化和多样化的保险投资需求，导致公司在一些专业投资领域丧失投资机会，因此，越来越多保险机构转向专业化程度更高的委托管理模式，将资金委托给专门从事资产管理的法人机构运作。

自有专业化资产管理公司模式是指保险集团（公司）独立设立或者控股设立专门的资产管理机构，对保险资金进行专业化运作，与保险业务公司分离、独立核算，这是大型保险机构和集团较常采用的一种投资管理模式。该模式下，各保险业务子公司可以分别将资金委托给资产管理机构，商定投资计划；也可以将资金上缴集中统筹，由集团管理层和专业委员会统一制定投资指引、协调负债方与资产方的业务决策、调整投资政策和风险管理

等事项，集团内部委托具有能够提高资金运用效率、保障资金安全、控制风险、维持财务稳定和提高盈利等优势。

第三方委托模式是指将资金委托给外部投资管理人进行投资运作的模式。国际上，一些中小型寿险公司、再保险公司和非寿险公司较多采用，这种模式是随着保险投资专业化要求的不断提升与分工更加细化而产生的，促进了保险投资管理模式多样化格局，有利于突破保险公司自营和内部委托的投资能力限制，有利于保险公司在投资管理行业挑选和组合多元资产类别、多元风格的最优秀投资管理，提升收益水平。外部投资管理人委托模式在发达国家取得了很大发展，尤其在美国保险市场，约75%的美国保险公司在投资中借助外部专业机构的投资能力，第三方委托的比例也上升到11%左右。但第三方委托模式对保险公司挑选甄别优秀的外部投资管理人及构建投资管理人组合具有较高的要求。

四、委外投资的MOM模式一站式解决方案

国内保险资金运用正在经历一系列监管改革，支持保险公司委托外部投资，是保险资金投资管理模式的重大转变，扩大了可投范围，扩大了可利用的优秀投资管理能力。在这一新形势下，保险公司迫切需要解决委外投资所面临的资产负债管理、资产配置、投资管理人选择、投资管理人组合构建、组合执行与监控、绩效评估、投资管理人调整更换等一系列问题。

（一）国内委外投资政策环境与可行性分析

系列监管新政的改革目标与方向：定位于全面提升保险机构的资产配置与投资管理能力，以市场化、放松管制、拓宽投资范围为基调，支持产品创新，提高整体效益，监管实践中减少行政审批，在投资工具、投资市场、投资方式等方面取得一系列突破。

政策可行性：监管新政，特别是《保险资金委托投资管理暂行办法》的颁布，为保险资金委外提供了政策依据，对委外原则、资质条件、投资规范、风险控制、监督管理进行了明确规定，委外投资的政策可行性窗口已经打开。

市场可行性：险资对接银行、信托和证券的理财市场、基金和证券的公募与私募市场，分享其他金融机构资产管理能力提升带来的收益。目前，符合条件的公募基金、证券公司、证券资产管理公司已经先后向保监会递交申请，其中已有40家获取了参与险资资产管理的资格，成为备选投资管理人。

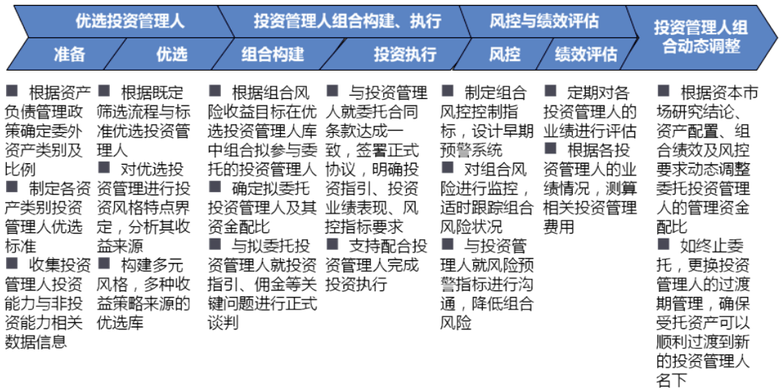
经济可行性：资产端的放开，加强投资管理人的竞争，除了有利于险资获取优秀的投资管理能力，同时也可以降低相关管理费用成本，提升综合收益水平，提升了经济可行性。

（二）委外流程

保险公司在委外执行过程中，应在满足《保险资金委托投资管理暂行办法》主要监管要求，包括：首先应当制定投资管理人选聘标准和流程，综合考虑风险、成本和收益等因素，通过市场化方式，合理确定优选投资管理人数量；审慎制定委托投资指引，合理确定投资范围、投资目标、投资期限和投资限制等要素，定期或者不定期审核委托投资指引，并做出适当调整；定期评估投资管理人的管理能力、投资业绩、服务质量等要素，跟踪监测各类委托投资账户风险及合规状况，定期出具分析报告，发生重大突发事件，保险公司应当立即采取有效措施；建立完善的风险防范和控制机制，配备满足业务发展需要的风险监测和信息反馈系统。

对于保险公司委外除了要满足监管要求外，还需根据其自身业务特点制定合适的委外流程，如表6委外流程，主要包括优秀投资管理人、投资管理人组合构建与执行、组合风险控制与绩效评估和组合动态调整，各保险公司在实际制定时可根据自身要求，对以上四大部分内容进行细化。

图 6　委外流程

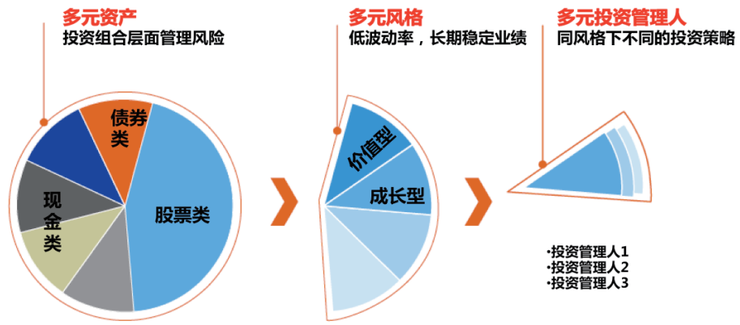


（三）委托投资的MOM模式“一站式”解决方案

保险资金的委托投资模式，采用优选各资产类别的优秀投资管理人，将资产委托给这些优秀的投资管理，其本质上等同于海外保险公司及机构投资者通常采用的“MOM”模式。

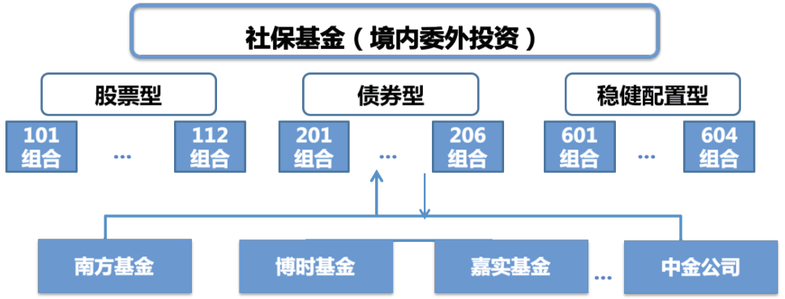
图7MOM模式（Manager of Managers）是以“多元资产、多元风格和多元投资管理人”为主要特征，通过组合管理人，对所挑选的下层投资管理人进行资产配置及组合动态管理，实现长期稳定的投资收益。海外MOM模式由美国罗素于1980年首创，广泛运用于机构投资者的委托资金管理，美国罗素采用MOM模式管理的资产规模达1600多亿美元，咨询的资产规模达2万亿美元。

图 7　MOM模式



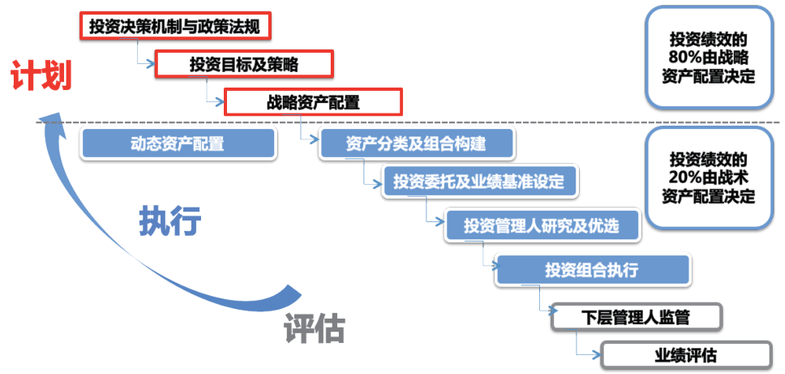
在国内，社保基金是第一个采用MOM模式的机构投资者，建立了成功案例，社保基金自成立以来，全国社保基金累计投资收益额2845.93亿元，年均投资收益率8.4%；股票累计投资收益率为364.5%，年化可达18.61%，8688.2亿元规模的委外比例达到41.98%；社保基金会根据总体资产投资战略要求，设计和开发投资产品，通过公开招标，在证券市场中选择最适合的投资管理人来投资运作，其目的是获得各资产类别、各风格下最优秀的投资管理能力。

图 8　社保基金运作模式



中国平安和美国罗素投资于2011年3月15日合资设立平安罗素投资管理（上海）有限公司，注册资本人民币1亿元，引入美国罗素投资的资产负债管理技术、资本市场研究、投资管理研究评价体系，结合国内资本市场特点，在国内实践MOM模式，向机构客户和高净值客户提供图8所示一站式多元投资管理解决方案。

图9 MOM模式一站式解决方案



1、投资计划阶段

投资计划阶段，平安罗素引进美国罗素在资产负债管理与资产配置建模能力，并根据国内资本市场状况对模型进行本土化改进，其中具有代表性的多阶段随机规划模型—Russell—Yasuda Kasai模型（简称RY模型），由美国罗素与日本保险业的百年老店Yasuda火灾

和海上保险公司共同开发，该模型将资产端与负债端置于同一框架下来解决动态资产负债管理问题，而非传统金融机构采用的分别在负债方使用模拟分析和资产方适用均值方差技术，RY模型运用跨期动态分析方法，在考虑监管当局各项法规和制度因素的约束条件下，确定如何选择最优投资策略，并让决策者在确定操作期间内定义风险，该模型的策略目标设定为把保险资金分配到可获得的各项资产上，以在计划期T结束时最大化预期财富价值减去对期内预期亏空的惩罚，模型具体表示为：

模型目标函数：

$$\text{Max } E[V_T - \sum_{t=1}^{T} c_t(w_{t+1})]$$

四个限制性约束条件分别为：

（1）预算约束

$$\sum_n X_{nt} - V_t = 0$$

（2）资产累积关系

$$V_{t+1} - \sum_n (1 + RP_{nt+1} + RI_{nt+1}) X_{nt} = F_{t+1} - P_{t+1} - I_{t+1}$$

（3）投资收益约束

$$\sum_n RI_{nt+1} X_{nt} + w_{t+1} - v_{t+1} = g_{t+1} L_t$$

（4）非负性约束

$$X_{nt} \geq 0,\ v_{t+1} \geq 0,\ w_{t+1} \geq 0;\ t = 0, 1, 2, \cdots, T-1$$

目标函数中参数化方程$C_t(\cdot)$=分段线性凸成本函数，计算出的负债余额和现金流应满足下列负债累积关系：

$$L_{t+1} = (1 + g_{t+1}) L_t + F_{t+1} - P_{t+1} - I_{t+1} \quad t = 0, 1, 2, \cdots, T-1$$

该随机模型的决策变量包括（t=0，1，2，．．．，T−1）：

V_t=t时刻全部资金的市场价值

X_{nt}=第n类资产在t时刻的市场价值

w_{t+1}=第t+1时刻的收入亏空

v_{t+1}=第t+1时刻的收入盈余

该模型的随机变量则包括（t=0，1，2，．．．，T−1）

RP_{nt+1}=第n类资产从t时末到t+1时末的市价回报

RI_{nt+1}=第n类资产从t时末到t+1时末的收入回报

F_{t+1}=从t时末到t+1时末的现金流入

P_{t+1}=从t时末到t+1时末的本金支出

I_{t+1}=从t时末到t+1时末的利息支出

g_{t+1}=从t时末到t+1时末的保单利率

L_t=t时刻的负债评估

以上模型为基本模型，在实际运用到国内市场，根据监管限制、多账户问题等具体要素进行调整。

2、投资执行与评估阶段

平安罗素从“投资能力”和“非投资能力”的角度独立客观、持续动态、精深专业地研究评价国内投资管理人，建立各资产类别的优选投资管理人库，根据投资者的投资目标构建投资管理人组合，对组合进行风险控制与绩效评价，持续动态管理组合，为保险资金委外提供“一站式”委外解决方案，帮助保险资金从投资计划、投资执行到业绩评估提供全面投资管理服务。

在风控与评估阶段，平安罗素引进美国罗素在海外运用的Factset软件系统分析组合绩效，用Axioma系统分析组合的风险，监控组合运营。

参考文献：

[1]段国圣、李斯、高志强：《保险资产负债匹配管理的比较、实践与创新》，中国社会科学出版社2012年版

[2]陈文辉、丁昶：《寿险公司资产负债匹配管理》，《中国金融》2005年第3期

[3]王海艳：《国际保险业资产负债管理思想的演进》，《上海保险》2007年第5期

[4]W.T.Ziemba,J.M.Mulvey,Worldide Asset and Liablility Modeling, England:Cambridge University Press,1998.

[5]Rudolf,M., W.T.Ziemba,”Inter Temporal Asset—Liability Management”,Journal of Economic Dynamics and Control,2004.

[6]Society of Actuaries,”Risk Measure for Asset—Liability Management in Life Insurance Companies”,Fundamentals of Actuarial Practice,2008.

作者：李明

李明：管理学硕士，毕业于武汉大学，CFA，8年金融行业经验

罗素基本面指数®系列

作者：Tom Goodwin博士

介绍：华尔街对比实体经济

一家上市公司的规模是多大？对于这个问题，华尔街与实体经济可能会给出不同的答案。对于非华尔街人士来说，一个公司的规模是指其销售收入，或者其雇员的数量，或者其有形资产的价值。这些指标能反映一个公司的经济足迹。但是，对于华尔街的投资者，公司规模指其市场价值（市值）：该公司股票目前的单位价格，乘以流通在外的股票数量。对于公司规模的衡量，如果华尔街和非华尔街出现分歧怎么办？有没有什么办法能利用这种分歧？这正是罗素基本面指数背后耐人寻味的假设。

为什么市值加权指数就是“市场”

在讨论罗素基本面指数背后的具体投资逻辑之前，我们应该先看看市值加权指数的基本原理。从理论上讲，公司股票的价格包含了实体经济对公司规模的指标，再加上一个重要的额外元素。实体经济对公司规模的衡量主要反映了公司的业务足迹，而股票的市场价格既反映了该公司的现状，又反映了对它的预期。因此，原则上说，公司的市场价值包含了最多的信息。

此外，每个人都按照市值加权指数的精确权重对所有股票进行投资；所有投资者持股的总和完美地对应了市值加权指数的市场价值。这有时被称为“宏观一致性。”这意味着，无论有多少亿美元被投入罗素1000® 指数，在交易日收盘时，罗素1000指数都能准确地反映指数中全部1000只股票的市场价值。

此外，市值加权指数的交易成本低，因为没有再平衡的必要，除非有新的成分股出现，或现有成份股退出。与积极选股相比，其监控的便利性也能降低成本。

总之，市值加权指数为被动投资者提供了一个可持续的、宏观一致的、低成本的投资工具，为主动投资者提供了一个可靠的基准，以便评估他们主动策略及积极投资经理的价值。它们能最好地代表投资机会；市值加权指数现在是，将来仍是最广泛使用的、反映市场状况的指数。

基本面投资策略的来龙去脉

市值加权指数将每只成分股的权重，与该股票的预期未来价格联系在一起。这些预期经常被修订，并在事后往往被认为是不准确的，也正是这一点造就了由买家和卖家组成的活跃市场。但请考虑：股票的预期未来价格太高（事后来看），会导致它今天在指数中的权重偏高，预期太低（也是事后来看）则导致其权重偏低。所以，在市值加权指数中，出人意料的输家反而权重过高、出人意料的赢家反而权重过低。这便会带了“业绩下挫”，它是投资者不想看到的结果，但却是任何市值加权指数都固有的特点。

如果这些预测误差完全不可预测，那我们没有什么办法来应对这种状况，因为我们无法提前知道哪只股票的价格被高估或低估了。但是，如果我们使用在实体经济中衡量公司的指标（公司的“基本面”），来打破股票价格和股票在组合中权重之间的联系，那就好了。这样做，系统性超配被高估的公司、低配被低估的公司的现象就能根除，或至少被减少。估值错误将依然存在，但它们将更加随机，所以往往能相互抵消。这就是罗素基本面指数系列的基本理念。

自2005年推出以来，这一理念便被作为一种投资策略指数加以实施。[1] 它已经引起了很大的兴趣，吸引了不少资产，博得了一些好评，同时也引发了很大的争论。好评来自该策略的业绩。争论的焦点是这种业绩能否持续，因为它违背了有效市场理论的一些基本假设。对于如何将其归类，人们也有争论：是阿尔法吗？是被动的、还是主动的？是价值吗？是异常吗？是数据加工的妙方吗？其中有些问题是实质性的，而有些只是语言上的。我们将在下文解答这些问题，但首先，让我们看看罗素投资集团实施的基本面指数策略到底是什么样子的。

罗素基本面指数方法论

罗素投资集团携手锐联®，（基本面指数® 方法论的先驱和领先的倡导者），共同创建了一个新的全球基本面指数系列。首先将从罗素全球指数（RGI）出发，并根据平均每日美元交易额（ADDTV）进行流动性筛选，以捕捉95%的流动性，改善基本面指数的可投资性。

罗素投资和锐联® 挑选了三项指标以衡量企业的经济规模，即调整后的销售额、经营现金流和股息加回购®－ 均取五年的平均值。

五年平均调整后销售额：用以确定财务杠杆调整后、归属于普通股股东的销售金额。杠杆率高的公司将被低配，以减少短期债务风险和波动。

五年平均留存经营现金流：指在支付现金股息和股票回购后，公司的可用现金数额。它等于留存的营业收入加上资产负债表上5个会计年度内的平均折旧和摊销。

五年平均股息加平均购回：指以现金股息和股票购回的形式发放给股东的现金总额。

这3项指标—销售、留存现金和现金派发—加在一起能较好地评估公司的经济规模，可以分散行业风险和潜在的偏差。如果仅使用销售额指标，可能会超配低利润率、低盈利能力的公司。如果仅使用股息加购回指标，则可能超配成熟、但增长缓慢的公司，而低配快速扩张和成长的公司。同时使用三个指标，能减少这种潜在的偏差。

使用5年期历史数据能平滑每个指标的波峰和波谷，使它们更不容易受到在任何一年中激进的会计处理的影响。5年的平均水平也减少或消除了最新的财务数据和当前价格走势之间的相关性。

[1] Arnott，R.，J. Hsu，和P. Moore. 2005.“基本面指数化”金融分析学报，三月/四月。

根据这三个指标，为每支证券分别给出一个相对权重，基本面总权重的计算方法是将这三个指标按等重加权。然后将这些权重进行排名，除去底部2%的基本面权重，以提高该指数的可投资性。剩下的成分股构成了一个高度多元化的投资组合，捕获了可投资池中公司98%的基本面权重。被去除的证券的权重很小，去除它们对业绩的影响非常小。指数成份股的构成及权重将每年进行调整，并按季度分批引入，从而最大限度地减少导入点风险。[2]

这一策略的特点是它使用了衡量公司规模的指标，打破了与股价的直接联系。在市值加权指数中（事后看来）被高估的股票，在基本面指数中可能会得到较小的权重。同样，在市值加权指数中（事后看来）被低估的股票，在基本面指数中可能会得到较大的权重。

表1展示了基于单一指标的三个独立的基本面指数的业绩结果，罗素美国基本面指数使用三个指标，而那三个单一指标指数却仅使用其中的一个指标。将它们与罗素3000市值加权指数进行比较。罗素美国基本面指数使用了三个指标，能较好地平衡风险／回报。在期末，三指标基本面指数的投资价值，是罗素3000指数投资价值的两倍，而且波动性更低。

表 1　单一指标和三指标的基本面指数：1979年7月 – 2011年12月

	终值 $1	年化回报	标准差	夏普比率
罗素3000指数	$30	11.8%	15.9%	0.41
单一指标指数的表现				
调整后销售额	$69	13.9%	15.6%	0.55
留存经营现金流	$52	12.9%	16.9%	0.45
股息 ＋ 回购	$56	13.2%	14.5%	0.54
罗素美国基本面指数(所有公司,三指标)	$60	13.4%	14.9%	0.55

来源：罗素投资和锐联®

[2]欲了解RFLC指数创建方法论的详情，请参考“罗素基本面指数系列：创建和方法论”2012年3月，可登录http://www.russell.com/indexes/data/Fundamental/Russell_Fundamental_indexes.asp.阅读

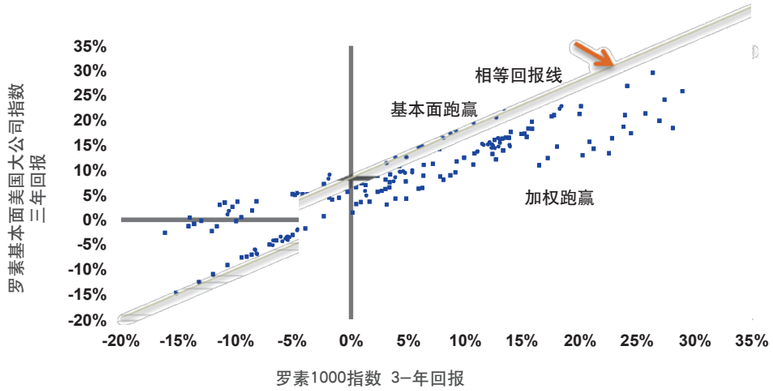
欲再平衡的更多信息，请参阅Velvadapu，Pradeep的“罗素基本面指数系列：创新的再平衡带来更好的代表性，同时不影响周转率” 罗素研究， 2012年5月，可登录http://www.russell.com/indexes/tools-resources/research-insights.asp.阅读

罗素基本面指数在不同回报环境和周期的表现

图1、图2和图3展示了从1999年7月至2012年6月，在美国、欧洲和新兴市场上，基本面指数和市值加权指数三年期的相对业绩。[3] 在三个图表中，纵轴代表了基本面指数的三年期回报，而横轴代表了市值加权指数的三年期回报。对角线“相等回报”线展示了这两个指数的相对业绩。在相等回报线之上的点代表基本面指数跑赢市价加权指数的3年期间；而相等回报线之下的点则恰好相反。

三张图表中蓝点的分布情况说明，在大多数市场环境中，基本面指数的业绩优于市值加权指数。当然，也有例外。在美国，基本面指数跑输大盘发生在牛市时期，当时的三年期回报率在年化16%以上。在欧洲，基本面指数跑输大盘发生在几种回报环境下，当时的整体市场回报为正，在5%以上。不过，在上述期间基本面指数并没有跑输大盘多少。在样本期间内，在任何环境下，基本面指数在新兴市场均未跑输大盘。[4]

图 1　不同市场环境下美国大盘股的表现：3年年化回报，1999年7月 – 2012年6月

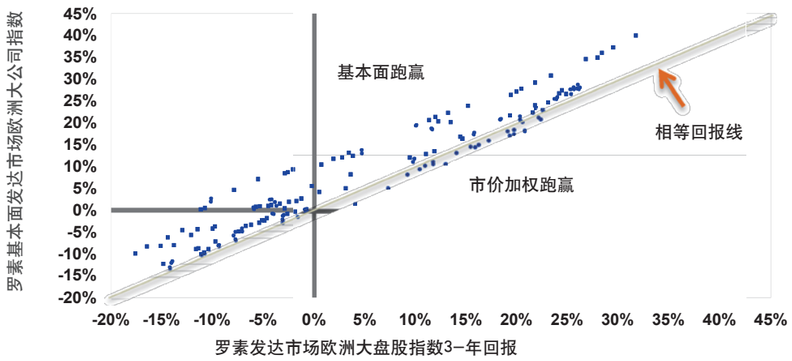


来源：罗素投资

[3]三年回报是复合的年化回报。

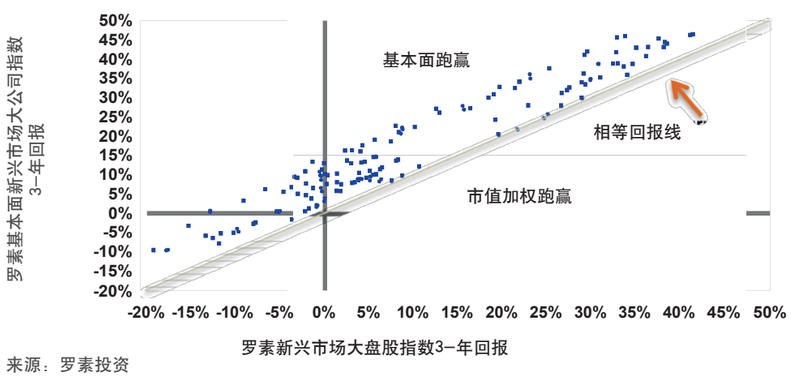
[4]所有业绩结果都是针对特定时期的。基本面指数在发达市场及新兴市场的表现请见下文。

图 2　不同市场环境下欧洲市场的表现：3年年化回报，1999年7月－2012年6月



来源：罗素投资

图 3　不同市场环境下新兴市场的表现：3年年化回报，1999年7月－2012年6月



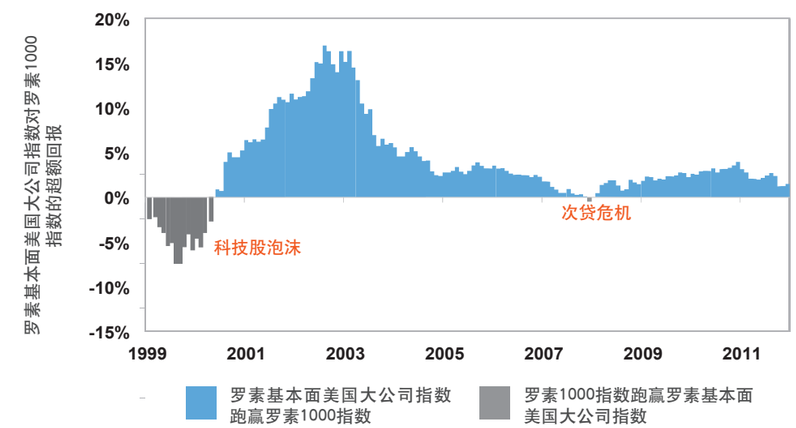
来源：罗素投资

如图1–3所示，在观察期间的大部分时间里，基本面指数都能跑赢大盘，不过有时也会跑输。为了分析市场周期的哪些部分对基本面指数最具挑战性，我们将图1和图2中的数据放到时间轴上。图4实际上是将图1的数据加以重新配置，以展示一段时期内三年期的超额回报。[5] 蓝色代表基本面指数跑赢市值加权指数的时期，而灰色代表基本面指数跑输市值加权指数的时期。

[5]滚动三年超额回报的公式：$\left[\left(\frac{FDM_{June2012}}{FDM_{July1996}}\right)/\left(\frac{BM_{June2012}}{BM_{July1996}}\right)\right]^{12/192}-1$ FDM指基本面指数水平，BM指市值加权广阔市场指数水平。欲了解详情，请参阅Jon Christopherson、David Carino和Wayne Ferson的著作《组合业绩，衡量及基准》麦格劳·希尔公司，2009

基本面指数业绩最不佳的时期是科技股泡沫时期。那个时期的标志是，在最时髦股票的定价上，出现情绪驱动的市场行为。此外，还出现了一个截至2008年6月、为期三年的业绩不佳期；这个期间包括了次贷危机的最初阶段。然而，在金融危机最严重的阶段、以及其后的经济衰退期，基本面指数都取得了超额回报。

图 4　美国市场在不同市场周期的表现：滚动三年超额回报，　1999年7月－2012年6月

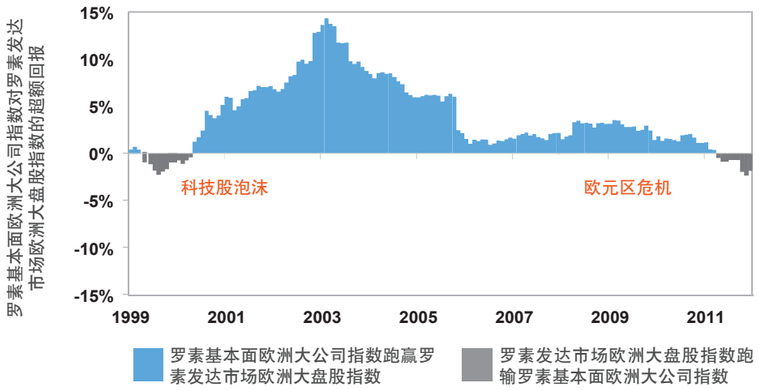


来源：罗素投资

图5表明在样本期间，在欧洲市场上呈现出略有不同的周期模式。在科技股繁荣时期，市值加权指数在欧洲和美国都跑赢了基本面指数。但基本面指数在整个全球金融危机期间，均跑赢了市值加权指数，为投资带来了急需的下行保护。在当前的欧元区危机期间，基本面指数的相对业绩不佳，因为恐惧的投资者都在忙于去相应化操作，所以往往不注重公司的经济规模差异。

基本面指数的权重根据公司的经济规模来确定。基本面指数业绩不佳的两个周期都恰好是市场处于情绪驱动的时期，与非情绪驱动时期相比，公司的经济规模往往不被看重。在科技泡沫（“贪婪”）时期，增长预期远远超过了公司盈利能力和常识的范围。而次贷危机以及欧元区危机的特点是普遍的去风险（“恐惧”）。我们可以假设，只要恐惧（过度的市场动荡和不确定性）或贪婪（过度的市场成交动能驱动型增长）情绪没有导致投资者忽视公司的经济规模，基本面指数就会跑赢市值加权指数。目前为止，这一假设都是正确的。

图 5　欧洲市场在不同市场周期的业绩：滚动三年超额回报，　1999年7月－2012年6月



来源：罗素投资

表2展示了基本面指数在不同市场的业绩表现。该表按照基本面指数对市值加权基准的价值增加大小递增排序。[6] 请注意，这个顺序大致对应了每个市场的经济发展和流动性水平：基本面指数在流动性最好、最发达市场上的超额回报在2%–4%的区间内，而在流动性最差、最不发达市场上的超额回报却大大高于这个水平。[7]

滚动三年的“安打率”是特别有用的指标，因为它们对于一期或两期的超额回报不敏感。[8] 和年化超额回报一样，流动性最差、最不发达的市场的安打率最好，在新兴市场和亚太地区（日本除外）超过了100%。

基本面指数的价值增加与市场流动性和发展水平负相关，这一点值得注意。这可能是因为欠发达市场和流动性较差的市场具有更大的定价错误，所以这一策略的潜在回报更高。与以往相比，新兴市场现在更加发达了，流动性也更好了，我们预计这种趋势将继续下去，所以我们预测期望超额回报率未来将处在6%–7%的范围内。

[6] “价值增加”　即基本面指数对市值加权指数在1996年7月至2012年六月期间的年化超额回报。
公式是 $\left[\left(\frac{FDM_{June2012}}{FDM_{July1996}}\right)/\left(\frac{BM_{June2012}}{BM_{July1996}}\right)\right]^{12/192}-1$　FDM指基本面指数，BM指市值加权广阔市场指数。详细解释请参考脚注5。

[7] “发达”　在这里指的是标准的经济指标，如GDP和人均收入。“流动性”指平均每日美元交易额以及买入／卖出价的价差。

[8] “安打率”是美国棒球的一个术语。它指成功击球的数量除以总击球的数量。在这里，它指的是3年期超额回报的数量除以3年期的总数量。

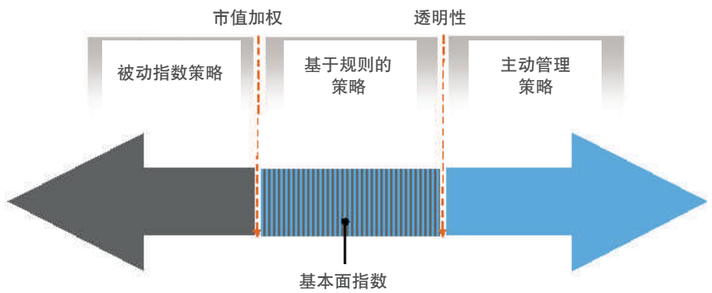
表 2　罗素基本面指数在不同市场的业绩：1996年7月－2012年6月

	年化回报	年化标准差	年化价值增加	滚动三年安打率
罗素基本面发达市场大公司指数	9.0%	16.1%	2.6%	87.8%
罗素发达市场大盘股指数	6.2%	16.8%		
罗素基本面美国大公司指数	9.8%	15.9%	2.7%	88.5%
罗素1000指数	7.0%	16.7%		
罗素基本面发达市场欧洲大公司指数	9.3%	20.1%	2.7%	85.9%
罗素发达市场欧洲大盘股指数	6.4%	19.5%		
罗素基本面日本大公司指数	1.9%	18.1%	2.9%	89.7%
罗素日本大盘股指数	–0.9%	1.9%		
罗素基本面全球大公司指数	9.6%	17.2%	3.1%	89.1%
罗素全球大盘股指数	6.3%	17.2%		
罗素基本面英国大公司指数	9.9%	20.1%	3.4%	83.3%
罗素英国大盘股指数	6.3%	17.2%		
罗素基本面美国小公司指数	13.0%	19.7%	5.2%	94.4%
罗素2000指数	7.4%	21.2%		
罗素基本面新兴市场大公司指数	13.6%	26.4%	6.1%	100.0%
罗素新兴市场大盘股指数	7.1%	16.1%		
罗素基本面亚太除日本大公司指数	12.0%	24.5%	7.0%	100.0%
罗素亚太除日本大盘股指数	4.6%	26.9%		

基本面数据包含了回测模拟以及创建后的实际回报。创建日期各不相同。

基本面指数是主动还是被动的？它能产生阿尔法吗？

传统的投资组合策略一直将战略权益资产配置视为二者取一：要么就被动地配置指数型基金，要么就由活跃的投资经理主动配置，努力获得基准回报（市场贝塔）加阿尔法。透明的、基于规则的投资策略（例如基本面指数）已经改变了这种两分法的方式，将其变为一个连续的区间，一端是传统的被动式策略，另一端是传统的主动式策略。罗素基本面指数就处在这个新区间的中央，既不是真正的被动，也不是主动策略。我们将其称为能带来“策略贝塔”的投资策略指数。[9]



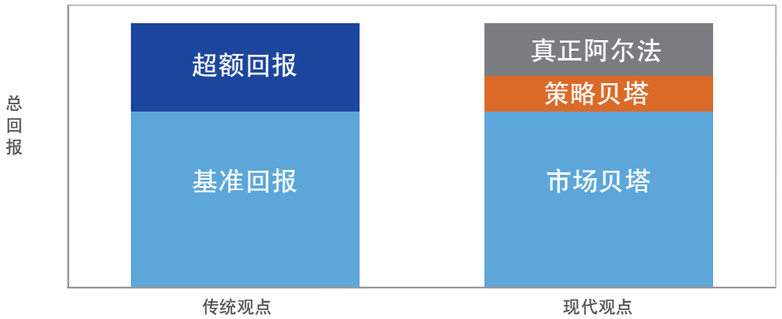
要回答关于阿尔法这个问题，我们首先需要界定它。传统上，许多从业者将阿尔法定义为（扣除费用后）相对于基准的任何超额回报。学者们对阿尔法的定义是：资本资产定价模型（CAPM）或多因素回归中的截距。但在本文中，我们认为，真正的阿尔法指的是因为主动的投资经理在证券选择、行业选择、风格选择和国家选择上使用了独特技能而产生的总回报。这些技能不是一个公式就能轻易描述的。按照一个从业者的说法：“阿尔法是不可言传的东西。”[10]

按照这个说法，指数不能产生真正的阿尔法，因为指数是可以言传的。但它可以代表一种类型的因子风险，而且一些主动的投资经理会将其当成阿尔法，并收取相应的主动管理费。投资策略指数的兴起正在杜绝这种现象，帮助投资者识别能产生真正阿尔法的投资经理，并提升纯粹的被动投资组合。图6展示了这种新观点。投资策略指数（如罗素基本面指数）为多元策略投资者提供了更多选择，它们能潜在提升收益和分散风险。

[9]这个领域的术语还没有定论。被使用的其他术语包括“智能阿尔法”以及“另类贝塔”。这类策略的其他例子包括罗素投资纪律指数以及罗素高分红指数系列。

[10]引自AQR协会的Cliff Asness。

图 6　关于总回报的传统及现代观点



来源：罗素投资

围绕基本面指数的辩论

基本面指数的概念及其表现在市场从业者及学术界中引起了很多争论。下面我们讨论几个比较突出的相关问题。

从业者的辩论

关于基本面指数一个经常听到的说法是，它们只是价值指数，其超额表现只不过是收获价值溢价。的确，相对于一个市值加权的广阔市场基准，基本面指数一般具有价值倾向。大量的研究证明了价值溢价的存在：市净率较低的股票，长期来看往往能跑赢大盘。因此，基本面指数能从价值溢价中获益也是有道理的，因为基本面指数在一定程度上具有价值倾向。但罗素在价值和成长指数上是市场的创新者和领导者，我们的基本面指数与市值加权指数之间的差异是重大的、有意义的。

从概念上讲，创建一个简单的市值加权价值指数的办法是：通过价格比率（如市净率）对股票进行筛选；去掉比例最高的股票；然后对剩余的、比例低的股票进行市值加权。因此，一个市值加权的价值指数对市场价格的依赖体现在几个方面：通过市场价格比率，区分成长型股票和价值型股票，并选择成分股；然后按照市值对指数中的股票进行加权。

基本面指数的创建方法是：按照企业规模的经济指标对股票加权，而不考虑价格和价格比率。基本面指数的方法论从来都没有考虑过市场价格，无论是在选股还是确定成分股的权重。两者的成分股比例也不同，价值指数的成分股通常占广阔市场基准成分股的50%–65%（百分比因提供者而异），而基本面指数的比例通常接近90%。

在图7中，柱状图描述了罗素全球发达市场大盘股价值指数对罗素发达市场大盘股市场指数[11]滚动三年的复合及年化超额回报。Y轴上零点以下的灰色柱子代表了价值指数跑输大盘的时期；那些时期增长型股票的回报高于价值型股票。零点以上的蓝色柱子代表了价值指数跑赢大盘的时期；那些时期价值型股票的回报高于增长型股票。

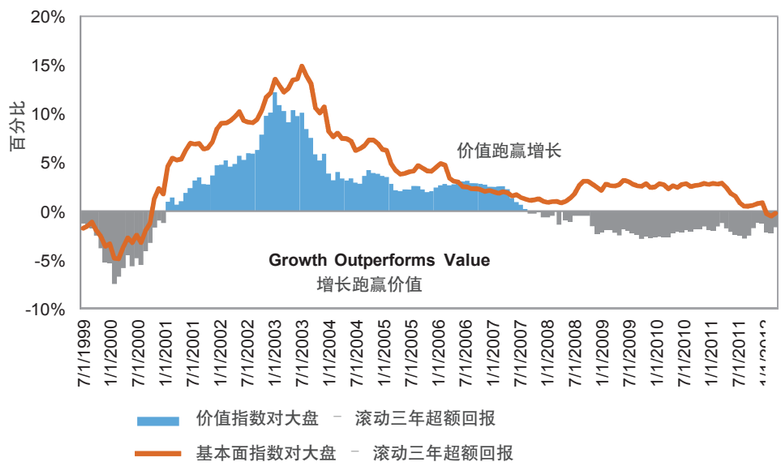
[11]滚动三年的超额回报价值公式是 $\left[\left(\frac{Value_t}{Value_{t-36}}\right)/\left(\frac{BM_t}{BM_{t-36}}\right)\right]^{1/3}-1$ Value代表价值指数的水平，BM代表市场指数水平。同样，$\left[\left(\frac{FDM_t}{FDM_{t-36}}\right)/\left(\frac{BM_t}{BM_{t-36}}\right)\right]^{1/3}-1$ 是价值指数对市值加权市场指数的超额回报公式。详细解释请参考脚注5。

橙色线代表了罗素基本面发达市场大公司指数对罗素发达市场大盘股市场指数的超额回报。

图7说明了两点。[12] 首先，在2008年的金融危机之前，罗素基本面指数对市场指数的超额回报，与市值加权价值指数的超额回报，通常高度相关。这也符合基本面指数具有价值倾向的性质。其次，我们看到从2008年危机爆发以来，这种相关性就不复存在了：在那期间，价值指数跑输了大盘，但基本面指数却经常跑赢大盘。这也是有道理的，因为基本面指数价值倾向的动态模式不同于市值加权价值指数。

基本面指数和价值指数两者回报的异同，反映了基本面指数价值倾向的动态性。有时候，基本面指数不考虑价格的特性恰好与市值加权价值指数的特征吻合，但有时候并不吻合。因此，尽管基本面指数具有价值倾向，但却是与市值加权价值指数大不相同的策略。

图 7　基本面指数的回报和风格周期



来源：罗素投资

[12] 此处，我们选择的是全球的发达市场，但是在其他市场也存在类似的趋势。

学术观点

有效市场假说（EMH）认为，市场价值就是公允价值。有效市场假说的学术支持者认为，说任何资产具有内在价值或公允价值就好比说月球自己会发光。正如月亮只会反射太阳的光辉，资产的价值也只反映了边际投资者在某个时间点上，愿意和能够支付的价格。

这个论点有可取之处，投资者在考虑配置基本面指数时，应牢记这一点。然而，需要记住的是，公允价值并不是一个一成不变的实体，而是一个市场趋于达到的趋势。有时，市场价值与公允价值一致，但有时它们也不一致。

基本面指数为我们提供了看待公允价值的另一种方式，即不考虑价格，而考虑公司的经济足迹。正如我们在科技股泡沫和欧元区危机期间所看到的，恐惧或贪婪在一段时间内可以胜过公允价值的引力，导致基本面指数业绩不佳。但历史已经证明，公允价值的引力迟早（通常不用多久）会占上风。

理解学术理论和基本面指数概念的差异还有另一种方法。根据有效市场假说，未来的价格是围绕目前的市场价格随机分布的。今天的市场价格永远都是“正确的”，因为它有效地整合了关于未来的所有可用信息。根据基本面指数概念，目前的市场价格是围绕公允价值随机分布的，而公允价值是我们永远无法准确观察的；但企业规模的经济指标提供了一个稳定基准，能降低围绕公允价值的估值错误。

有些学者认为，基本面的业绩是异常现象，会随着时间的推移而消失。大多数的异常，如著名的一月效应，[13] 的确会随着时间的推移而消失。但也有一些，如小盘股效应，似乎会永远持续下去。学术界对此的回应是重新定义小盘股效应，不将其视为异常现象、而视为风险溢价。或许，如果基本面指数策略继续成功下去，我们也将看到一个类似的重新定义。

另一种观点是，基本面指数的过往业绩是数据加工[14] 的结果。这种“业绩验证为导向的数据加工”很容易受到质疑，而且很难抗辩。在历史数据有限的现实世界中，严格的测试和数据加工往往很难明确地区分。最好的方法是从结果的角度来看：数据加工的结果是脆弱的方法论，一旦遇到新的市场或实时数据就会分崩离析。按照这个标准，基本面指数的方法论已经被证明在几个市场和回报环境中都异常坚固。

[13] Dzhabarov、Constantine和 William Ziemba，“季节性异常” 英属哥伦比亚大学，2011年2月12日。
[14] 我们使用的术语是“数据折磨”，而不是“数据挖掘”，因为后者是一个受人尊敬的统计领域。

总结和结论

基于规则的、透明的罗素基本面指数系列能让投资者捕捉到基本投资策略的贝塔。现总结如下：

・罗素基本面指数的投资主张是不按照市场价格进行加权，它避免了市值加权指数一些固有的估值错误。

・罗素基本面指数拥有令人信服的历史业绩。虽然也偶尔出现过业绩不佳，但这种业绩不佳通常都出现在“恐惧”（过度动荡和不确定性）和“贪婪”（过度的市场成交动能驱动型增长）时期。

・罗素基本面指数具有价值倾向性。但其不按照市场价格加权而产生的回报模式，可以和传统的市值加权价值指数的回报模式产生重大差异。

罗素基本面指数是一种指数型投资策略，应被视为一个多元化、多策略组合的一部分。未来的研究将在整体投资组合的背景下探讨基本面指数。

作为传统的被动投资与传统主动投资管理的重要补充，投资策略指数正在迅速获得全球机构及个人投资者的接受。这也反应了一个更广泛的转变，即从被动指数投资与主动经理选股之间的对立，转向多策略的风险分配、对于风险溢价捕获的所有来源连续的选择。罗素自豪地站在这个新领域的最前沿。

作者：Tom Goodwin博士，罗素投资资深研究总监