

<<战略资产配置>>

图书基本信息

<<战略资产配置>>

内容概要

该书将引发投资顾问、个人委托管理和经纪人服务领域专业人士的兴越.....是每一位年金研究与实际工作者的阅读精品，是那些希望理解并改进年金计划建议的专业人干的必读材料。

正是由于坎贝尔和万斯勒在该书中以最通俗易懂的方式，为长期资产配置问题的实证研究所做出的卓越贡献，而使其共同于2002年获得在西方经济学界享有盛誉的保罗·A.萨缪尔森将的桂冠！

<<战略资产配置>>

书籍目录

第一章 引言 均方差分析 金融理财顾问 长期资产组合 效用理论与行为金融学 证券溢价之谜 本书的局限 本书的结构第二章 短视资产组合选择 短期资产组合选择 均方差分析 确定财富效用函数 幂效用对数正态模型 短视的长期资产组合选择 财富的幂效用函数 长期资产组合选择谬误 消费幂效用函数 爱泼斯坦——兹恩效用函数 结论第三章 谁应该购买长期债券第四章 股票市场对长期投资者是否更为安全第五章 连续时间的战略资产配置第六章 人力财富与金融财富第七章 生命周期上的投资参考文献术语对照表

<<战略资产配置>>

章节摘录

金融经济学是如何解决这些投资决策的呢?现代金融理论通常认为应该从马柯维兹(Markowitz,1952)的均方差分析入手,这使得资产组合选择理论成为现代金融学的最初主题。马柯维兹证明了如果投资者只关心单个期间的资产组合收益的均值和方差(或者与之等价的均值或标准差),那么,他们将怎样选择资产。

这种分析的结果可参见经典的均值—标准差图(参见图1.1,更详细的数学解释参见下一章的内容)。

为了简化分析,图1.1只考虑3种资产:股票、债券和现金(不是字面意义的现金,而是短期货币市场基金)。

纵轴表示预期收益率,横轴表示以标准差度量的风险。

股票具有较高的平均收益率和较大的标准差;债券具有较低的平均收益率和较小的标准差。

现金具有较低的平均收益率,但是在单个时期内没有风险。

所以,它位于纵轴上。

(在存在通货膨胀风险的情况下,名义货币市场投资实际上并不是无风险的,但是,这种短期通货膨胀风险相当小,按惯例可以忽略不计。

在此遵循这种惯例,下一章将继续讨论这一问题。

) 图1.1的曲线说明了均值和标准差的系列组合可以通过风险资产中的股票和债券资产的组合来实现。

当现金被加入到风险资产组合时,其均值和标准差的组合可以由连接现金和风险资产组合的直线来描述。

只关心这种资产组合的均值和标准差的投资者可以选择图中直线与曲线的切点。

该直线[均值—方差有效边界(the mean—variance efficient frontier)]提供了对于给定标准差的最高收益率。

直线与曲线的切点为风险资产的“切线资产组合”(tangency portfolio),在图1.1中用“股票和债券的最佳组合”表示。

这种分析得出的惊人结论是,只关心均值和标准差的所有投资者将持有相同的风险资产组合,即股票和债券的惟一最佳组合。

保守的投资者可以选择由现金与均方差有效边界组成的点所决定的资产组合,该点在图1.1的左下方;稳健的投资者将减少其现金持有,其资产组合点将向右上方移动;积极的投资者甚至可能通过借入资金来扩大其切点资产组合的持有,从而到达直线上风险大于切点资产组合的点。

但是,这些投资者不能改变切点组合的风险资产相对比率。

该结论就是托宾的共同基金定律(mutual fund theorem, Tobin, 1958)。

在一个完全指数化的市场中,对于长期通货膨胀指数化债券和权益证券的无约束需求为正,并且经常超过100%,这意味着,投资者可以通过借款来购买权益证券和指数债券,从而建立最优组合。

尽管权益证券具有较高的夏普比率,但是,投资组合中指数债券的份额超过了权益证券,这是因为与权益证券相对于通货膨胀指数化债券而言具有更小的风险。

随着相对风险厌恶系数的增加,对于长期债券和权益证券的需求下降,但相对来看,权益证券的份额下降得更快。

在这个范围里,无限风险厌恶者持有的投资组合等同于通货膨胀指数化永续公债,关于这一点我们已经讨论过了。

根据1952年—1999年的参数估计值,这个投资组合是由94%的10年期零息票通货膨胀指数化债券和6%的3个月通货膨胀指数化债券组成。

当不允许借款和卖空时,具有低风险厌恶的投资者会全部投资于股权,以便在不使用杠杆的情况下,最大化预期收益率。

而具有较大风险厌恶的投资者将同时持有通货膨胀指数化债券和权益证券。

<<战略资产配置>>

对于具有最大风险厌恶的投资者，作为合成通货膨胀指数化债券的一种方法，现金在投资组合中所占的份额将很小。

这些发现与第一章中所讨论的坎纳、曼昆与韦尔(Canner, Man-kiw, and Well, 1997)的“资产配置之谜”有关。

投资咨询专家经常建议保守的投资者在他们的投资组合中持有相对股票来说更高比例的长期债券。坎纳等人论述了这种传统投资建议的特点，并且指出它与静态投资组合分析的共同基金原理不一致。根据这一原理，风险厌恶只应该影响现金相对于风险资产的比例，而不是不同风险资产之间的相对权重。

我们的分析显示，当投资机会存在时变特性并且投资者具有长期的投资时间期限时，静态投资组合分析不但在理论上不合适，而且在实践中会造成严重的误导。

在表3.3的(A)组中，投资组合中对权益证券和通货膨胀指数化债券的分配与传统的投资策略相一致，积极的长期投资者应该持有股票，而保守的投资者应该持有长期债券和少量现金。

这是因为对于长期投资者来说，无风险资产是长期债券而不是现金。

我们将关注劳动收入风险的两个方面：劳动收入的变动性、劳动收入与风险金融资产收益率的相关性。

首先来考虑劳动收入的自有风险，这与风险资产收益率无关。

无论自有风险有多大，拥有劳动收入的投资者都将使他的资产组合更加倾向于风险金融资产。

然而，当劳动收入的波动增加时，对于风险资产的投资倾向会减少。

在极端情况下，当劳动收入变化无常时，投资者的风险资产配置将与无劳动收入的退休投资者相同。

劳动收入与风险资产收益率的正相关性进一步减少了最优配置状态下的风险资产的数量。

在极端情况下，当劳动收入与风险资产收益率完全正相关时，人力财富则成为一种隐性的风险资产投资。

投资者将通过减少资产组合中的风险资产来抵消这部分投资。

对于那些劳动收入同其所在公司的发展高度相关的投资者而言，这个结论比较合适。

这种投资者不仅会避免以单一的形式持有其公司的股票，而且会比指数基金更加低估其公司的股票。

其次，人力财富的另一个重要特征就是投资者可以通过改变工作量来影响人力财富的价值。

他们改变工作努力水平的能力使得他们持有更具风险的资产组合，因为他们可以通过努力工作取得额外的劳动收入，以此来补偿金融资产的损失。

在第6.1.2节中，我们将通过一个简单的两期模型来研究这种效应。

这个模型加入了劳动收入风险的自有特性，是对博迪、默顿与萨缪尔森(Bodie, Merton and Samuelson, 1992)研究的拓展。

我们没有将人力财富的其他重要特征加入到模型中去。

其中包括个人可以对人力财富进行投资，通过教育来提高人力财富的价值。

也可以通过选择职业来控制人力财富的风险。

这些重要的课题处在金融经济学与劳动经济学的交叉领域，还需要作进一步的研究。

本章还提出了另外一个课题，它与劳动收入在形式上相关。

我们将讨论投资者在可维持生计的情况下，也许会最小化自主消费水平。

为了将最低或维持性的消费水平加入到模型中来，一个普通的方法是定义消费效用与维持生存效用的区别。

鲁宾斯坦(Rubinstein, 1976a, b)建立了一个固定生存水平模型。

近来“习惯形成”(habit formation)模型越来越引起人们的关注。

在此模型中，生活水平由过去的消费水平决定，并随时间的推移而变动。

将生活水平对资产配置的影响搞清楚的一个简单办法是，把生活水平看作是负的劳动收入。

当劳动收入使给定的金融财富产生的效用增加时，生活水平将减少这种效用。

在第6.1.3节，我们将使这种直觉更加准确。

劳动收入的引入将在很大程度上使资产选择的分析复杂化。

为了便于分析，我们将简化这个问题的其他几个方面。

<<战略资产配置>>

第一，我们必须放弃爱泼斯坦—兹恩效用，转而使用传统的幂效用模型。

在这个模型中，跨期替代弹性与相对风险厌恶系数互为倒数。

放弃爱泼斯坦—兹恩效用的原因是，它是由第二章中的欧拉方程推导出来的，其前提是所有资产均可以交易。

在某些资产不可交易的前提下，我们就得不到欧拉方程。

第二，我们假设资产收益满足独立同分布(IID)。

这是对第三章、第四章所研究的投资机会中的时间变动的精炼。

第三，在本章中，无论是单期投资问题还是程式化的无限期问题，我们都假设存在一个常数的退休概率。

投资者的有效投资时间坐标取决于退休的概率，但在生命周期模型中，这个坐标不会随时间的流逝而变小。

下一章我们将研究生命周期模型，并采用数学方法来求解这个模型。

许多有关收入风险的著作通过一系列假设对问题作了这样或那样的简化。

他们假设收入风险服从正态分布，并且消费者具有常数绝对风险厌恶系数(CARA)的效用。

这两个假设允许他们[坎博罗(Caballero, 1990)，斯文森与沃纳(Sevensson and Werner, 1993)，戴维斯与韦勒恩(Davis and Willen, 2000)]推导消费与资产组合的精确和闭合(closed-form)解。

然而，CARA效用也存在一些重要的缺陷。

第一，面对长期消费的增长，此效用与风险溢价和利率的稳定性不一致。

除非以坎贝尔与科沃恩(Campbell and Kyte, 1993)的方式，在总的经济风险承受能力中专断地引入某种趋势。

第二，CARA效用意味着风险资产的持有与财富无关。

如果一个投资者得到一份额外的财富，那么，他将会把它们全部投入到无风险资产中。

所以，对于具有CARA的投资者而言，无风险劳动收或者与风险资产不相关的收入，对风险资产的需求没有影响。

这个特点简化了对CARA模型的分析。

但对于个人资产选择的行为，该特点使CARA模型无论在直观上还是在实证上都与现实不符。

由于CARA效用的这些缺陷，我们将在本章继续使用相对风险厌恶系数(而非绝对风险厌恶系数)与财富无关的假定。

在整本书中，我们假设投资者以绝对消费水平来判断他们的福利。

另外一种观点认为，投资者将很大一部分消费看做是维持生计所必须的，只有超过生活水平的消费才能产生效用。

马克·鲁宾斯坦(Mark Rubinstein, 1976a, b)很早就提出了这个观点，他采用的是生活水平跨时不变的模型。

鲁宾斯坦指出，长期投资者将以养老金来保证其生活水平。

对于长期投资者而言，长期通货膨胀指数化债券是无风险的资产，鲁宾斯坦是最早说明这种观点的人之一。

……

媒体关注与评论

译者序 投资必然要面临风险。如何有效地管理和控制风险，是投资者面临的一大难题。不同的投资可能具有不同的风险，若是能通过适当地利用分散化投资形成最优资产组合，那么，就可以有效地降低投资者面临的非系统性风险。因而，怎样选择资产组合就成为分散化投资成功的关键。20世纪50年代，马柯维兹(Markowitz)创立的均方差分析为资产组合选择提供了一个基本的分析框架，并使资产组合选择理论成为现代金融学的最初主题。几十年来，资产组合选择理论得到了进一步的丰富和发展，并且成为现代社会金融投资，特别是短期投资的重要理论指南。

但是，均方差分析方法在强调多样化投资降低风险的能力时，却忽略了一些重要的因素。由此导致的一个惊人结论是，只关心均值和方差的所有投资者将持有相同的风险资产组合：股票和债券按固定比率形成的惟一最佳组合——一切点组合。保守的投资者和积极的投资者只需选择风险资产和无风险资产的不同比例，却没有必要改变惟一的最优风险资产组合中风险资产的相对比率。这就是托宾的共同基金定律(mutual fund theorem, Tobin, 1958)。

如果所有投资者的最优资产组合都足相同的，那么，最优资产组合选择问题就变得相对简单，人人只需要按照一个相同的资产组合比例进行投资，就可以获得最优的回报和最低的风险。倘若果真如此，金融理财人员就要失业了。但在现实中，金融理财人员不仅具有巨大的市场需求，而且他们正是通过强调为每一位投资者建立适合自己独特情况的资产组合来提高其收费标准。同时，他们鼓励具有长期投资视角的年轻投资者比年老投资者承担更多的风险，认为保守的投资者应比积极的投资者持有更多的债券。显然，这是与经典资产组合理论相悖的，但它却受到市场的欢迎。这就向以均方差分析为基石的经典资产组合理论提出了挑战。

在现实中，由于各种因素的制约，不同的投资者，特别是长期投资者和短期投资者的最优资产组合可能是不同的。长期投资者对财富的评价不是出于自己的兴趣，而是财富可以支持的生活标准。因而，他们对风险的判断完全不同于短期投资者。长期投资者既关心风险对投资机会和劳动收入的跨期冲击，也关心风险对财富本身的冲击，他们可以使用金融资产套利来规避它们的跨期风险。在现实中这是很重要的，因为投资机会是随时间变化的。经济理论界对此问题已经认识多年。萨缪尔森(Samuelson, 1963, 1969)等最早描绘了具有长期投资视角的投资者做出与短期投资视角的投资者相同决策的限制条件。默顿(Merton, 1971, 1973)颇具开创性的工作提出了当投资机会随时间变化时，长期投资者资产组合需求的一般框架。

然而，直到最近，关于长期资产组合选择的实证工作仍然远远落后于其理论研究。其最大的困难在于：跨期模型中的最优资产组合问题难以求解。最近，几项与此相关的发展使得这种情况开始有所改变。其一，计算能力和数据处理方法有了很大的进步，可以采用离散近似的数值模拟方法来求解现实的多期资产组合选择问题。其二，金融理论家已经发现了默顿模型某些新的闭合解。其三，近似解析解已经被求解出来 [坎贝尔与万斯勒(Campbell and Viceira, 1999, 2001a)]。牛津大学出版社于2002年出版的坎贝尔和万斯勒合著的《战略资产配置：长期投资者的资产组合选择》在此基础上第一次系统地、深入浅出地讨论了长期资产组合选择问题。

<<战略资产配置>>

该书创立了一个可以与标准均方差分析相媲美的跨期实证分析方法；证明了长期通货膨胀指数化债券是对于长期投资者的无风险资产；揭示了股票作为对于长期投资者比短期投资者更为安全的资产的条件；证明了劳动收入怎样影响资产组合选择。

这些结论为金融理财人员使用的主要规则提供了理论支持。

该书解释了在解析和数值模拟方法两方面的最新进展，并证明它们均可用于解释长期投资者的资产组合选择问题。

.....

<<战略资产配置>>

编辑推荐

随着我国证券市场规模的日益扩大，以基金投资为代表的蓝筹时代，渐行渐进，呼之欲出。

本套丛书涵盖了当今国际基金界的主流品种，涉及对冲基金，指数基金，养老基金，交易所交易基金等，包括债券，股票等各类资产投资组合，作为精心选的优秀著作，本套丛书不乏具有代表性的作品。

<<战略资产配置>>

版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问:<http://www.tushu007.com>