

私人客户及财富管理——信託管理：投资管理(第七篇)

作者: 王小刚 | Skybound Capital Limited CIO 寿祺

4.4 历史分析组合配置、择时与重置

我们以全球股票和全球债券做简单投资组合来研究分散风险的实效。

下图显示 2000 年至 2020 年全球股票(蓝色线)和全球债券(橙色线)的表现,从最终的收益而言,全球股票在所选时间段跑赢了全球债券。



数据来源: Bloomberg, 全球股票以 MSCI World Index 的总回报指数为代表, 代码 NDDUWI Index; 全球债券以 Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index 为代表, 代码 LEGATRUU Index。以 1999 年 12 月 31 日为基值 100, 将两者标准化后得出。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

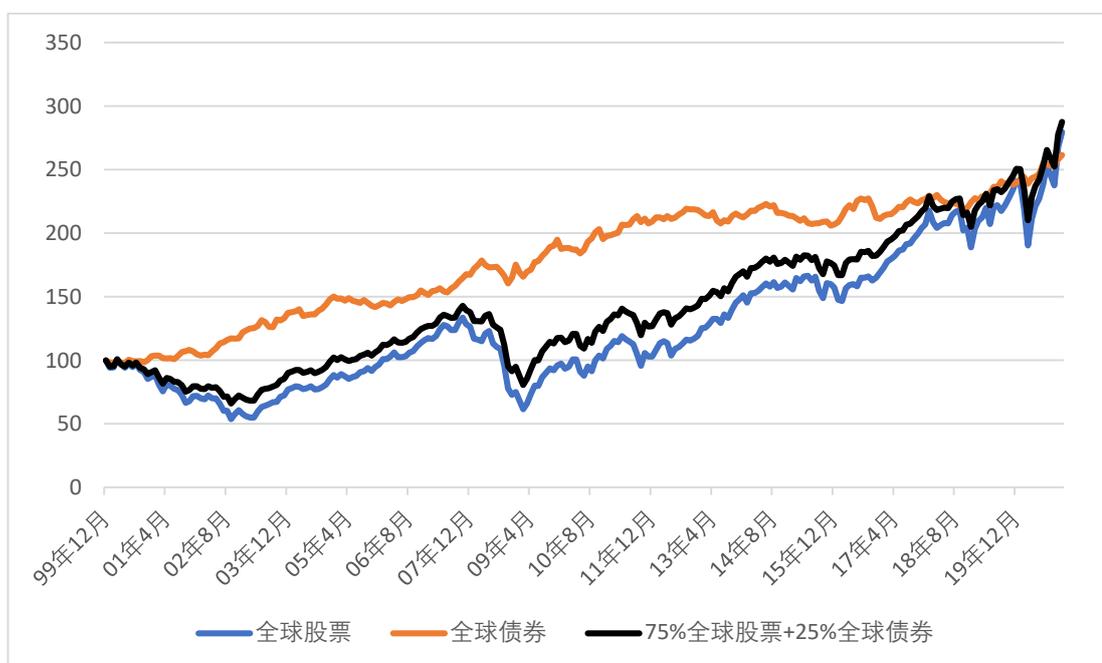
然而,如果我们用这两个资产类别来组成一个模拟组合。下面我们列出五种由这两个资产通过不同配置组成的组合投资相同时间段后的各项数值。一个由 75%全球股票和 25%全球债券组成的组合不仅该期间取得了最高的收益, 优于由 100%全球股票组成的组合。同时其年化波幅, 即标准差亦小于且优于由 100%全球股票组成的组合。

在这个实例中，非常明显在组合中加入不同的资产类别有优化组合的作用，且分散了风险，这是由 75%全球股票和 25%全球债券组成的组合能取得更低波幅的主要原因。

全球股票	100%	75%	50%	25%	0%
全球债券	0%	25%	50%	75%	100%
年化收益	5.02%	5.16%	5.15%	4.99%	4.69%
累计收益	279.51%	287.68%	287.18%	278.19%	261.62%
年化波幅	15.59%	12.15%	8.96%	6.42%	5.49%

数据来源: Bloomberg, 全球股票以 MSCI World Index 的总回报指数为代表, 代码 NDDUWI Index; 全球债券以 Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index 为代表, 代码 LEGATRUU Index。所有组合假设每月末进行组合重置。

下图中的黑色线是上例中提到的由 75%全球股票和 25%全球债券组成的组合。



数据来源: Bloomberg, 全球股票以 MSCI World Index 的总回报指数为代表, 代码 NDDUWI Index; 全球债券以 Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index 为代表, 代码 LEGATRUU Index。以 1999 年 12 月 31 日为基值 100, 将三者标准化后得出。75%全球股票+25%全球债券的组合假设每月末进行组合重置。

许多投资者认为可以根据市场的阴晴来选择高抛低吸，然而对于信托投资而言，由于审慎投资的受义务，频繁地择时难以获得合理性的支持。从长期而言，保持留在市场中或许是更好的选择。

下面我们以美国股票(以标普 500 指数为代表)为例子，从 1986 年 5 月 1 日到 2016 年 4 月 30 日的三十年中，倘若持续保持投资，投资者可以获得 1632%的累计回报；但若在三十年中假定投资者在其中表现最佳的三十日内碰巧离开了市场，则其累计回报只有 162%。

	标普500指数	标普500指数去除表现最佳30日
累计总回报	1631.6%	162.18%
算术平均日回报	0.045%	0.019%
年化回报	9.97%	3.27%

重置是当某类资产如股票因为涨幅或跌幅过大，导致股票类资产超过了整体资产配置设定的阈值范围时，应减少或增加股票投资的规模来控制风险。这种方法能在一定范围内降低整个组合波动的风险，自动做到高位减持、低位增持，将信托投资组合的风险控制在一定范围内。在长期投资时，不信守资产配置目标的投资者总是倾向于不断增加高风险资产的配置比例，使整体资产风险背离战略资产配置的目标。重置的根本目标是控制风险，而非增加收益，它通过修正各资产类别表现差异而带来的偏差使投资组合与长期资产配置目标保持一致。虽然在长期熊市或长期牛市中，重置对投资者来说似乎是一种引起损失的策略，但为了避免在投资中过度的时机选择，将资金置于高风险中，严谨的投资者应该使用重置控制投资组合实际比例与目标比例的过度偏离，在预定的风险下获取合理的回报水平。

还有一种重置按照时间频率进行，如每季度或每月对投资组合进行再平衡。虽然这种策略可以保证组合风险水平基本维持在预期风险的附近，不会偏离过大，但此操作会提高资金的交易成本，还会导致资金频繁进出而对外部管理人投资运作产生影响，也有可能对组合的收益产生不利影响。

4.5 自上而下的宏观分析与组合配置

自上而下的投资策略从大环境着手，从宏观经济(如 GDP 的成长率，经济前景的判断)、资本市场、资产大类到行业分析的顺序进行投资分析，到最后选出所需要投资的标的。

自上而下的宏观分析可以用于资产大类的选择。在下图所选时间段中，以 MSCI 全球股票指数和标普 500 指数为代表的传统资产，和以 HFR 全球对冲基金指数和 HFR 全球母基金指数为代表的另类资产作比较，另类资产对传统资产有显著的低波幅优势。



自上而下的宏观分析也可以是主题性投资，指从全球宏观经济发展的各个方面，认定一个主题，然后挑选投资工具来实现这个主题所代表的投资机会。其直接的投资工具往往也是与宏观经济有关的标的，如利率、外汇等等。当然，股票也可以是其投资工具，可以使用与各市场的股票指数相关的工具，如ETF或者是股指期货。大宗商品也经常是宏观投资的一部分，因为大宗商品市场往往与经济周期及政府的经济政策尤其是货币政策有紧密的相关性。

自2008年的金融危机以来，股票市场也开始越来越受到宏观经济发展及宏观数据的影响，自上而下的宏观分析开始更多地渗透到权益类的投资。宏观对股票市场的影响有一个指标来表明，这就是VIX指数，该指数衡量的是标准普尔500指数期权的隐含波动性。该指数的值越高则意味着宏观面对股票的影响就越大。

对于任何投资者来说，影响资产配置收益的极其重要的方面如资产类别配置、具体配置的权重都是自上而下的宏观分析的自然结果。

从更广泛的角度，宏观投资的优点不仅仅局限于对投资组合进行指导。自上而下的投资还有一个特点，那就是其很多资产类别并不受股票市场上涨或下跌的限制。比如说货币及利率的投资，与权益类市场的波动没有什么关联。因此在投资组合中以“自上而下”进行配置，可以降低不同资产类别间的相关关系，降低组合的风险。

4.6 自下而上的标的选择

“自下而上”的投资方法更多的是具体标的的选择。以权益类投资为例，采用“自下而上”策略的组合最为关注的是个别公司的表现和管理，而不是经济或市场的整体趋势。通过调研一个公司，考察业务模式、成长空间、估值，然后决定是否买入。自下而上通过某些数量指标或特征来进行筛

选, 选出相应的公司, 再结合宏观经济、证券市场、行业分析以及公司基本面的分析, 以至最终确定所需要投资的证券。

以外部管理人的投资为例, “自下而上”的标的选择则可以结合定量与定性的分析, 首先通过定量的分析遴选出符合硬性定量准入要求的标的, 通过赋以不同权重的方法来进行排序; 其次对通过遴选并在排序中评优的标的进行定性分析, 确定其并不存在定量中无法甄别的隐性风险, 并且具备良好的可持续性。

5. 委任投资顾问

如果信托契据没有相反的规定, 受托人通常可以亲力亲为管理信托资产。但受托人也同样可以委托投资顾问对信托资产的投资做出决策。受托人的这一委任投资顾问的权力, 或者来自于信托契据的约定, 或者来自于法律的规定(参见《2000年受托人法案》(“Trustee Act 2000”)第 11 条之规定)。事实上, 目前的趋势是, 随着专业化程度的不断提升、市场愈发细分, 越来越多的受托人将信托资产的投资委托给专业的投资顾问打理。但这是很重大的责任, 因此如果受托人考虑委任投资顾问, 则无论是作为委托人的受托人, 还是作为被委托人的投资顾问, 都需要了解自己的义务在哪里。

投资顾问对信托资产的投资并不能随心所欲, 而必须满足一些标准的投资准则。这在目前的英美法下是一个法定的义务(参见《2000年受托人法案》(“Trustee Act 2000”)第 4 条之规定)。同样的, 受托人也有法定义务监督代理、代名人或托管人的行为。

实践当中, 在挑选投资顾问时, 受托人应当充分考虑投资顾问的能力, 一些需要特别关注的事项包括:

- 该公司的资本充足率;
- 公司的过往投资记录;
- 公司是否适合管理信托项下的投资组合;
- 公司在投资事项上的行业声誉。

以上几点是基本而非全面的考察指标, 但如果对于以上所有的问题, 受托人都能得到正面的回答, 那进一步同该投资顾问接触以了解其为信托资产提供的投资建议函则是可以考虑的。

在确定委托投资顾问后, 其正式开始工作前, 受托人有义务就信托资产的投资方式, 向投资顾问做出说明。说明的方式通常是一份信托基金投资策略说明 IPS。

受托人委任投资顾问后, 若疏于监督, 由于其没有履行监督义务而导致信托资产损失的, 受托人需要对损失承担责任。

因此，作为一个最低的要求，受托人应当至少每个季度从投资顾问处获得信托资产的投资报告，并在一开始根据信托的类型设立投资目标。选定的投资目标应当不时评估，以确保符合信托的实际情况。如果信托发生了一些实质性的变化，例如受益人的变更，受托人可以考虑重新制定信托的投资政策。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



王小刚
+86 21 6043 3988
+852 2592 1978
steven.wang@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2021