

Document

机构投资者 QDII 投资的一种新方法 ——Alpha Beta 分离投资

PIMCO Asia Limited 孙昊

QDII投资自推出以来,机构投资者一直面临着两个问题,一个是人民币持续升值的压力;一个是国内机构投资者管理海外投资的资源有限。这两个问题在很大程度上限制了QDII的发展。人民币升值的压力今天依然存在,并且这一趋势可能会持续相当长一段时间。与国际投资机构合作,有助于帮助解决国内投资机构管理海外投资资源有限的问题,但这种合作会增加QDII产品运作的成本。

有没有一种投资方法,即能起到国际资产配置及分散投资风险的作用,又能够最大限度地避免人民币升值的风险,还能规避国内机构管理海外投资资源不足的缺陷呢?今天我们在这里介绍一种新的投资方法——Alpha Beta 分离投资。

一、Alpha Beta 分离投资理论

近几年来,国际金融市场对 Alpha

Beta 分离投资理论的讨论越来越多,Alpha Beta 投资分离投资的理念和方法也被越来越多的机构投资者所采用。

在投资管理领域内所说的 Alpha 是指一个积极的投资管理人在管理某一类别投资中所获得的超出系统回报的那部分收益,Alpha 所反映的是一个积极的投资管理人的管理水平。它通常表现为总回报超出指数或基准回报的那部分收益。而 Beta 是指某一类别投资中的系统回报,Beta 所反映的是该类别投资本身所应得到的回报。它通常表现为指数或者基准的回报。例如:2007年一个投资管理人为你管理一个香港股票投资组合,在这一年中,他为你取得了40%的回报。而在这一年恒生指数的回报为36.9%,在此例中,Beta 就是36.9%,而 Alpha 是3.1% (40% - 36.9%)。36.9%反映的是这一年投资香港股票所应该得到的系统性的回报,而

3.1%则反映的这个积极的投资管理人的实际管理水平。

在早期的 Alpha Beta 分离投资的讨论中,投资者常常质疑,是否应该分开 Alpha Beta 而只对 Alpha 付费,换句话说,在不考虑交易成本的情况下,获得和 Beta 相等的收益是理所应该的,这部分收益并不是投资管理人的功劳,而是投资者承担这一类别投资的系统风险应该得到的收益。在最近的 Alpha Beta 分离投资的讨论中,投资者更多地关注应该获取哪些类别的 beta,如何有效的生成 Beta,以及如何能在 Beta 之外更加有效的利用专业投资管理人的技能来创造稳定的 Alpha。

近些年 Alpha Beta 分离投资理论和相关投资策略的发展有以下几个原因:

1、近些年来,直到美国次按危机出现前的很长时间,股票市场和债券市场 Beta 回报越来越低,投资者越来越多地

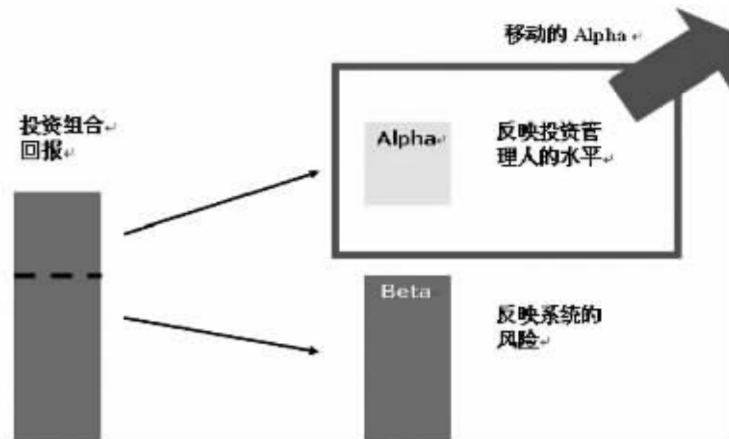
依靠 Alpha 来实现投资目标。

2、很多投资管理机构,特别是对冲基金,显示出较先进的投资技巧。很多投资管理人在不同的市场环境中均能够创造较好的收益。

3、另类投资,如商品类等,通过购买实际资产生成 Beta 的成本较高,这使得投资者不得不更多地采取 Alpha Beta 分离的投资方法。

4、金融衍生产品的迅速发展,为简单有效地生成 Beta 创造了条件。

在实际投资过程中,有两种方法可以生成 Beta:第一:购买实际的资产。例如要取得香港股票市场的收益,可以直接地按恒生指数中各股的比重购买实际的股票。第二:不购买实际的股票,而买入恒生指数期货。在一般市场中,运用期货、调期和期权等衍生工具,可以非常灵



图一

活而有效地生成各资产类别的 Beta。

二、移动的 Alpha 策略

用什么样的策略来具体实现 Alpha Beta 分离的投资理论呢?我们知道,金融衍生金融产品的发展,大大推进了 Alpha Beta 分离投资技术的发展。在 Alpha Beta 分离的条件下,投资者可以灵活地选择自己所了解的市场,通过积极的投资管理获得相对稳定的 Alpha。我们将这种通过在灵活选择的市场中积极管理投资所产生出来的与 Beta 相分离的 Alpha 称为移动的 Alpha (Portable Alpha)。移动的 Alpha 策略能够帮助我们实现 Alpha Beta 分离投资。

在现实的投资实践中,因为固定收益类产品有相对稳定的风险调整后的收益,所以人们常常将通过衍生产品生成的某一类别资产 Beta 回报,加上固定收益类投资中的 Alpha 回报作为整体的投资回报。如图一所示:

然而移动 Alpha 策略的实施并不那么容易,实际运用起来有很多问题。

首先:创造持续的 Alpha 并非易事。很多 Alpha 策略实际或多或少地内涵着 Beta 的风险。例如:全球债券基金内涵久期和货币等风险;可转债内涵信用久期风险及多头股票波动率风险等。

其次:Beta 的生成不是无成本的。特别是通过衍生品生成 Beta,本身就有相关的成本。最简单的成本是期货的按揭。而如果通过调期生成 Beta,也需要有相应的成本。有些生成 Beta 的衍生产品交易还要承担相应交易对手的信用风险等,这些成本都会影响 Alpha 回报。生成 Beta 还有机会成本,比如,投资者选择了 A 种类别的 Beta,但后来实际发现,另一个 B 种类 Beta 能有更高的回报,则 B 种类 Beta 高出 A 种类 Beta 的那部分回报,便可以看成是 A 种类 Beta 的机会成本。

成功的运用移动的 Alpha 策略有三个层次的要求。首先,用最简单便宜的方法取得 Beta。其次,通过积极的投资管理 或利用外部投资管理人的专业技能 在给定的风险预算内,使 Alpha 最大化。最后,要持续管理的过程中,尽可能地减少实施成本。

采取移动的 Alpha 策略来进行 Alpha Beta 分离投资有什么优势呢?

第一,这种投资方法可以帮助我们更加灵活简便地分散投资。通过金融衍生工具,可以迅速有效地生成一种投资类别的 Beta,也可以相对灵活的放弃这一类别的 Beta 而转移至其他类别。投资者可以在国内、国外、传统产品、另类投资等各个投资类别中任意选择。

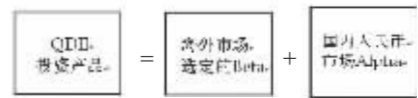
第二,可以相对的节省资源。如果不做 Alpha Beta 的分离,那么在投资一种类别资产的时候,就应该配备相应的资源。例如:要投资香港股票,就要配备相关的分析师、交易员、结算人员、风险控制人员、开设托管账户等等。而在 Alpha Beta 分离条件下,投资者只需要建立一个衍生交易的平台。这样可以大大节省资源。

第三,Alpha Beta 分离投资可以帮助投资人集中力量开发投资管理人的能力,或者使投资者选择在自己最有把握生成 Alpha 的领域通过积极的投资管理来创造稳定的 Alpha。这样便可以提高信息比率。

第四,在进行 Alpha Beta 分离投资时,很多时间不需要购买相关 Beta 投资类别的实际资产,这样可以避免投资资产的全部转换,从而可以在最大限度上避免跨境投资时因汇价变动造成的损失。

三、Alpha Beta 分离的 QDII 投资

问题讨论到这里,我们大概已经领悟到了 Alpha Beta 分离 QDII 投资的大致思路。这个投资的具体过程如图二所示



图二

这个过程包括三个方面。

第一、选定海外一个目标资产类别。这个类别可以是香港股票,也可以是全球股票,还可以是一种另类投资的资产,总之是投资者希望分散的,并希望提供较好回报的一种新的投资类别。

第二、选择国内一种自己了解的,比较有机会创造稳定 Alpha 的市场,将本币投资于这个市场以创造持续稳定的 Alpha。

第三、有效降低各个交易环节的成本。这其中包括,以什么样的金融衍生产品来生成选定海外投资类别的 Beta? 如何持续有效地获得这一 Beta? 比如说是通过购买指数期货? 还是通过资产调期? 还是通过期权交易? 同时,怎么有效地控制在国内进行人民币投资的交易成本? 等等。

QDII 产品收益 (Beta + Alpha - Beta Cost - Alpha Cost)	国内人民币 投资收益 (Beta - Beta Cost)	海外投资 管理收益 (Alpha - Alpha Cost)
--	-------------------------------------	--------------------------------------

我们以一年期的投资为例:假设未来一年恒生指数升 10%,不购买实体香港股票而通过金融衍生品生成恒生指数 Beta 的成本为 2%, 资金留在国内市场进行投资,且投资一年获得 5% 的收益,那么这只 QDII 产品一年总的收益应为 13% = (10% - 2% + 5%)。或者说此 QDII 产品获得的 Beta 收益为 10%, Alpha 为 3%。

对于国内的投资者来将,最关键的问题是:通过哪种金融衍生产品生成 Beta。就恒生指数而言,投资者可以通过直接购买恒生指数期货生成 Beta,为此,投资者一般需要开设期货帐户,放入 10% 左右的按金 (通常无利息收入),在此情况下,投资管理机构只需要兑换 10% 的外币, 剩余的 90% 的资金则可以留在国内市场进行投资,以获得稳定的 Alpha,这样整体海外投资的汇价风险就可以大大降低;另外,也可以通过调期来生成恒生指数的 Beta,这一调期一年的成本目前大致为 Hibor - 0.10% 左右。应该指出的是,这种投资方法并不保证投资者总是有正收益,当恒生指数下跌幅度超过国内获得 Alpha 收益时,投资者实际得到的收益也会是负的。而如果整个投资过程中,如果 Beta 生成的成本控制的好,获得正的信息比率的机会是非常大的。

目前在国际市场上,通过一年期调期生成 MSCI 全球股票 Beta 的成本大体为美元三个月 Libor - 0.30%, 生成 MSCI 新兴市场股票 Beta 的成本大体为美元三个月 Libor - 0.20%。

另外,通过调期生成 Beta,投资者还需要每三个月,或者六个月,购买一定金额的外汇以进行调期的交割。这部分的汇价风险应该是十分有限的。

四、Alpha Beta 分离 QDII 投资的其他问题

Alpha Beta 分离投资在国内市场还是一个比较新的概念,目前尚无公募的 QDII 投资运用这一方法进行投资。这一方法的具体实施还受到两个方面的限制。

第一、监管规定的限制。目前国内的监管机构对金融衍生产品的应用均有非常严格的限制。同时,由于这些金融衍生产品的交易对手都是境外机构,这为国内监管机构实现即时的监管增加了难度。

第二、Alpha Beta 分离投资也要要求国内投资机构对各类金融衍生产品有比较深入的了解。特别是金融衍生产品的定价价值相对来讲更加复杂,这也一定程度上增加了国内投资机构进行风险控制的难度。

随着我们财富管理行业的发展,金融投资从国内投资发展到全球投资已经形成了一个不可避免的趋势。这对我们的投资管理机构和监管机构都提出了新的要求,认真研究国内投资管理行业的新理念和方法有了更加现实的意义。我们期盼着我们的投资管理水平和监管的水平能随着行业的发展而不断的提高,以便更好地为广大投资者创造更多的财富。



凝聚智慧

全新阿克苏诺贝尔

我们总是听到“不可能,办不到,有人以尝试过了。”在阿克苏诺贝尔 (AkzoNobel),我们相信未来是属于那些勇于挑战极限的智者。正因如此,我们热爱发掘新灵感,比如为飞速发展中的众多亚洲城市提供可降解改性沥青乳化剂,这样可以节省一半路面重铺的时间。又如我们会问:是否只要让墙体涂层变得像鲸鱼皮那么平滑,就能改善材料经济性?于是我们发明了新产品让想法得以验证。正是对于解决新问题的渴望成为了我们工作的动力。我们为力争今天提交明日答案。



新加坡阿克苏诺贝尔有限公司, 新加坡 AkzoNobel 2008

