

Active Management 睿智投资

随着股市性质转变，
投资经理更加需要奉
行睿智投资

睿智投资的两项优势

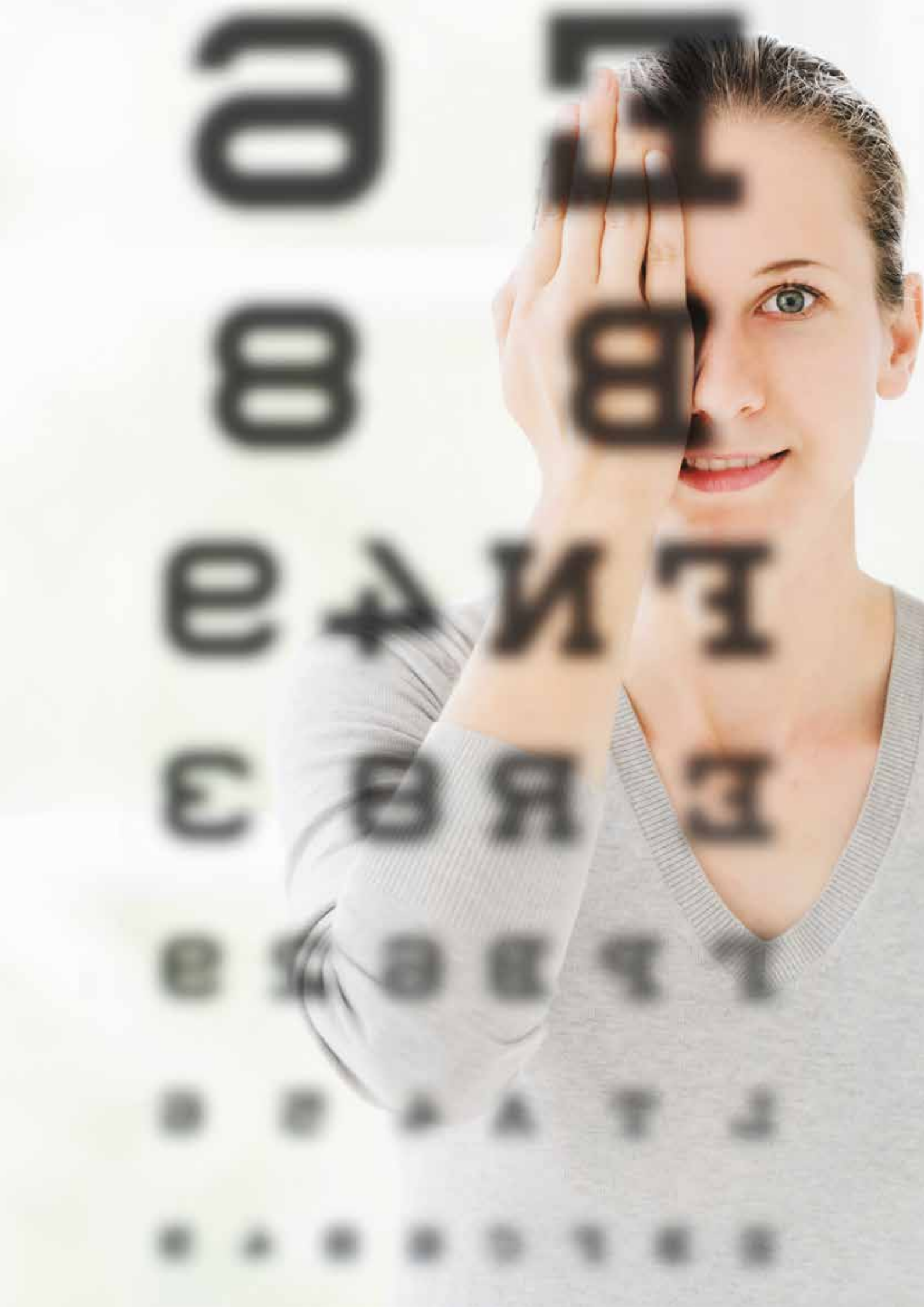


Allianz 

Global Investors

德盛安联

洞悉先机 投资有道



目录

- 4 较高相关性和较低波幅 — 睿智投资面对的挑战
- 6 如何应对？
- 6 如何审慎地增加风险水平
- 6 以主动投资比率量度投资组合的活动
- 7 主动投资比率越高，投资回报可能越高
- 7 集中选股投资经理及分散选股投资经理
- 8 集中选股投资者可选择的集中程度
- 9 **Cremers**及**Petajisto**的理论：「选股投资经理」对比「因素风险模型的选股投资经理」
- 10 如何审慎地提升每个风险单位的回报

出版事项

德盛安联欧洲有限公司
Bockenheimer Landstr. 42–44
60323 Frankfurt am Main
环球资本市场及主题研究
Hans-Jörg Naumer (hjn)
Stefan Scheurer (st)
Dora Janikovszky

数据来源 — 如无特别注明：
Thomson Reuters Datastream



随着股市性质转变，投资经理更加需要奉行Active Management睿智投资

投资顾问公司美世（Mercer）的环球投资经理数据库显示，全球的主动型股票投资经理在过去30年为客户带来可观的投资价值。不过，这股缔造佳绩的动力在近期显著放缓，投资经理更需要奉行睿智投资。



文焯彦
(Andreas Utermann)
德盛安联资产管理
环球投资总监

高相关性和低波幅 — 睿智投资面临的挑战

投资顾问公司美世（Mercer）的环球投资经理数据库显示，全球主动型股票投资经理在过去30年为客户带来可观的投资价值。不过，这股缔造佳绩的动力在近期显著放缓，截至2013年底，全球主动型股票投资经理的三年期和五年期回报中位数均逊于基准指数。

洞悉先机，投资有道

现时，受低波幅及高相关性所影响，令主动型投资组合的追踪误差风险减少，导致预期的阿尔法（alpha）回报较过往为低。

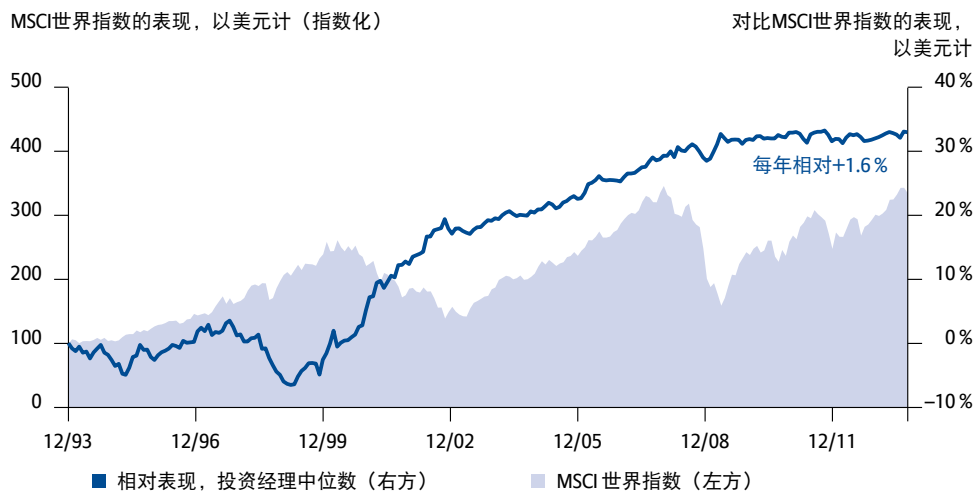
我们可以透过两个主要方法处理有关问题：

- 审慎地增加风险水平
- 遵从主动型管理基本法则的程序，提升每个风险单位的回报

德盛安联已采取措施，应对低波幅带来的挑战，并透过提高主动投资比率（active share）来增加风险水平。此外，我们亦扩大投资领域、策略组合及执行规模，从而提升每个风险单位的回报。

图1：主动型股票投资经理能为客户缔造可观的长期投资价值（美世数据库）

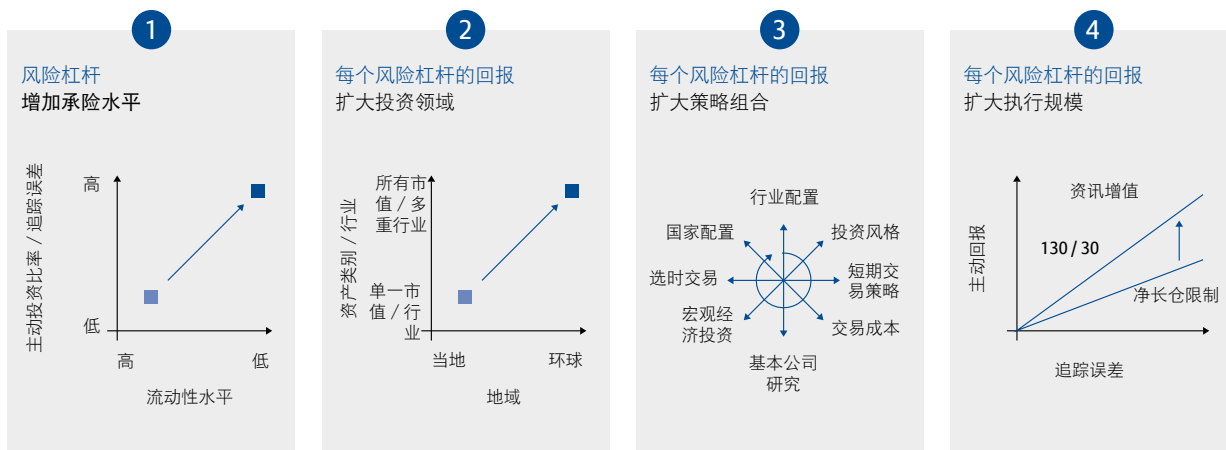
美世环球投资经理数据库：全球股票投资经理的相对表现



资料来源：美世、德盛安联

数据截至2013年12月。过往表现并非未来业绩的可靠指标。若显示过往表现的货币与投资者所居国家的货币不同，投资者必须注意：受汇率波动的影响，在兑换为投资者的当地货币后，所示表现可能上升或下跌。

图2：全新睿智投资的能力杠杆



应对每个风险单位回报下跌的两个方法：增加风险或提升每个风险单位的回报。

资料来源：CaseyQuik（2013年）；德盛安联

此外，我们的股票投资组合部署，正好配合美国耶鲁大学教授Cremers及Petajisto[2010年]分析的睿智股票投资的两项优：

- 集中选股投资经理成功缔造偏高的阿尔法(alpha)回报
- 分散选股投资经理成功缔造稳定的阿尔法(alpha)回报及偏高的资讯比率

随着全球金融危机缓和，市场波幅处于低水平，令主动型投资经理面对阻力。另一方面，低波幅导致追踪误差下跌，继而削弱主动型回报。

此外，高相关性令股票回报的离差偏低，亦令主动型投资经理受压，因为低离差意味着正确选股策略所带来的回报将会较低。

使问题更趋复杂的是，2003年以后的相关性远高于2003年以前。资产管理业加强制度化，例如采纳公认的行业定义、共同风险模型、共同市值加权基准，特别是指数化投资日渐盛行，可能是导致现时相关性上升的原因之一。此外，投资方法渐趋同质化，令股票行为缺乏多元的表现，相关性亦因而上升。

因此，尽管相对偏高的相关性未必是周期性现象，但受行业趋于制度化的影响，长期相关性或会上升。

如何应对？

若维持过往的投资组合活动及风险水平，只会造成阿尔法（alpha）回报受压的情况，无法缔造以往可观的阿尔法（alpha）回报；我们认为可透过两个主要途径应对这项挑战：

- 增加风险水平
- 提升每个风险单位的回报

本文将详述以上两个提升睿智投资收益的杠杆，并分析其对日常的投资组合管理带来的实际的影响。

如何审慎地增加风险水平

投资组合的追踪误差（tracking error）一直是量度投资组合活动水平的传统指标。然而，这个概念存在一定的弱点。投资组合的追踪误差不仅取决于投资经理的睿智投资决定，亦视乎市场的整体波幅水平及回报的平均相关性。因此，即使投资组合奉行相同水平的主动型决定，亦会因应市场整体波幅及相关性，而带来截然不同的追踪误差。

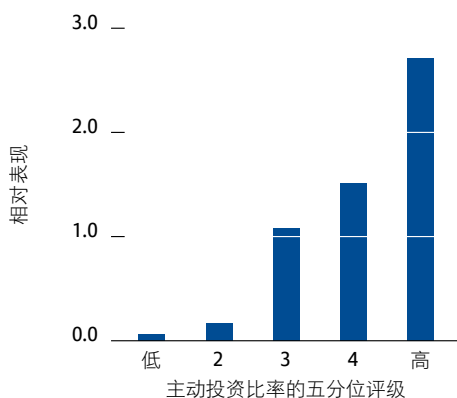
以主动投资比率量度投资组合的活动

主动投资比率(active share) 是另一个用以量度投资经理的真正主动程度的指标。由于它是所有正值主动单一股票权重的总和，它可以直接量度投资组合的选股活动水平。这项指标能够量化投资组合的选股活动水平，不受市场波幅及股票相关性的影响。然而，这个量度方法的弱点在于：主动投资比率无法显示选股的多元化（或欠缺多元化）程度。

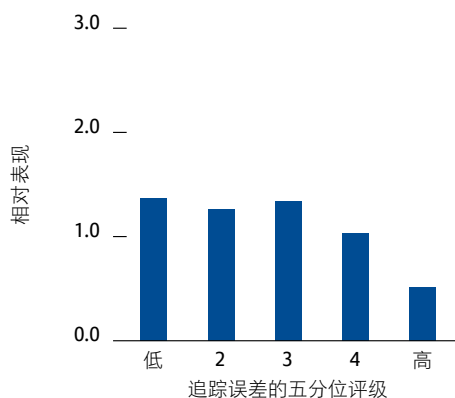
过往经验证明，有意加强投资组合主动性的投资经理，**首先** 应提升**主动投资比率**，而非提高追踪误差。

图3：主动投资比率的重要性

美国股票基金的相对表现（按主动投资比率计算）



美国股票基金的相对表现（按追踪误差计算）



资料来源：Cremers及Petajisto [2013年]，数据由1990年1月至2009年12月，德盛安联过往表现并非未来业绩的可靠指标。

不过，在采取第二个步骤时，高阿尔法（alpha）回报产品亦须进一步提升追踪误差，而资讯比率偏高的产品则应采纳追踪误差温和及主动投资比率偏高的解决方案。

Cremers及Petajisto[2009年]的研究报告显示，1980年至2003年期间美国股票互惠基金的数据和基准指数¹反映，过往经验证明较高的主动投资比率能带来较高的回报。然而，相同的理论并不适用于追踪误差。

主动投资比率越高，投资回报便越高

Cremers及Petajisto[2009年]研究所得的观察（即是较高的主动投资比率能带来较高的回报），获得不少其他研究报告的支持。

主动投资比率越高，反映选股活动的程度亦越高。从Cremers及Petajisto[2009年]的分析可见，主动选股的投资经理取得最高的主动投资比率，其表现优于基准指数的机会也最高。大量显示投资组合经理具备选股技巧的实证正好支持这个观点。

图4：睿智投资的两项优势
美国股票基金在追踪误差和主动投资比重方面的相对表现

主动投资比重五分位	追踪误差五分位				
	低	2	3	4	高
高	1.9%	1.7%	3.3%	3.0%	3.6%
4	2.2%	2.0%	1.6%	0.6%	1.1%
3	2.0%	1.4%	0.9%	1.1%	0.0%
2	0.6%	0.8%	0.5%	0.3%	-1.3%
低	0.1%	0.4%	0.4%	0.2%	-0.8%

分散选股投资经理 集中选股投资经理

- 以Wermers[2000年]为例，该研究报告重点分析美国互惠基金的持仓表现，显示主动型投资经理确实具备选股技巧；其互惠基金的股票持仓表现优于大市1.3%。²
- 同样，Coggin、Fabozzi及Rahman[1993年]的研究报告显示，美国退休基金经理能透过选股缔造正阿尔法（alpha）回报。³
- Cohen、Polk及Silli[2010年]⁴和Jiang、Verbeek及Wang [2013年]⁵两份研究报告均显示，集合互惠基金业最高信念度投资意念的组合，其每季表现优于大市1%至4%。
- Chen、Jegadeesh及Wermers [2000年]⁶的研究报告发现，整体而言，经股票特性调整后，基金所买入股票的每年表现优于所出售股票2%。

集中选股投资经理及分散选股投资经理

此外，Cremers及Petajisto[2009年]的研究报告亦分析主动投资比率与追踪误差的互动，结论是主动型股票投资经理具备两项优势。

¹ Cremers及Petajisto的分析采用1980年至2003年期间互惠基金每日回报数据及基准指数的每月回报数据。互惠基金的投资组合成份以CDA/Spectrum互惠基金持仓数据库为基础，并采用19项指数作为基金的基准：标准普尔500指数、标准普尔500指数 / Barra Growth、标准普尔500指数 / Barra Value、标准普尔400中型股指数、标准普尔600小型股指数、罗素1000指数、罗素2000指数、罗素3000指数、罗素中型股指数和各项指数的价值及增长成份指数，以及威尔希尔5000指数和威尔希尔4500指数。

² Wermers使用CDA Investment Technologies数据库在1975年1月至1994年12月期间所有美国股票互惠基金的季度投资组合持仓数据，并与CRSP的额外数据合并计算，后者包括1962年1月至1997年12月期间，所有美国互惠基金的每月净回报、每年投资组合周转率及开支比率数据。

³ 他们的研究以随机抽样的方式，计算71名美国股票退休基金经理在1983年1月至1990年12月的每月回报数据。

⁴ 本分析报告采用1991年1月至2005年12月期间Thomson Reuters美国股票基金样本数据，股票回报数据则来自CRSP，并涵盖在纽约证券交易所、美国证券交易所及纳斯达克买卖的资产。

⁵ 根据CRSP美国互惠基金数据库及Thomson Financial的CDA/Spectrum互惠基金持仓数据库在1984年至2008年期间的综合数据而成。有关分析只包括投资美国股票基金为主的主动型互惠基金。纳斯达克、美国证券交易所及纽约证券交易所上市股票的每月回报数据来自CRSP。

⁶ 互惠基金持仓数据以CDA数据库在1975年至1995年的所有美国互惠基金季度股票持仓数据为基础。这些基金持有并买卖在纽约证券交易所、美国证券交易所及纳斯达克上市股票。

资料来源：Cremers及Petajisto[2009年]，数据由1990年至2003年、德盛安联过往表现并非未来业绩的可靠指标。

⁷ 有关测试采用1968年2月至1980年6月期间，116只开放式互惠基金的每月表现数据，回报数据来自标准普尔。

⁸ 包括1974年12月至1994年12月的所有股票互惠基金的季度持股数据，由CDA Investment Technologies提供。

⁹ 分析基于1986年至1994年期间对360只英国退休基金每月进行的观察，由WM公司提供。

¹⁰ 请注意：任何投资策略均无法保证能取得正回报。在不同市况下，不同的策略将取得较佳的表现。

首要优势是**集中选股投资经理**；其投资组合的特色是主动投资比率非常高，反映高水平的选股活动。这类投资组合的另一个特色是追踪误差偏高，反映选股策略集中。不论是相对于基准指数的核心股票组合，抑或不受基准指数限制的无限制组合，高主动投资比率及高追踪误差的投资组合均属集中选股投资组合，并以缔造高阿尔法(alpha)回报为目标。

第二项优势是**分散选股投资策略**。从主动投资比率量度选股活动的程度而言，分散选股投资经理和集中选股投资经理的水平颇为相似，前者的比率只是略低，但两种方法在单一选股的分散程度则存在差异。

分散选股投资经理在选股时采取多元化的取向，其投资组合的主动投资比率偏高，追踪误差则偏低。这些追踪误差较低的投资组合以**争取稳定的阿尔法(alpha)回报**为目标，但未必是能力范围内最高的阿尔法(alpha)回报，而**集中选股投资经理**则以**争取最高阿尔法**

(alpha) 回报作为明确的目标。

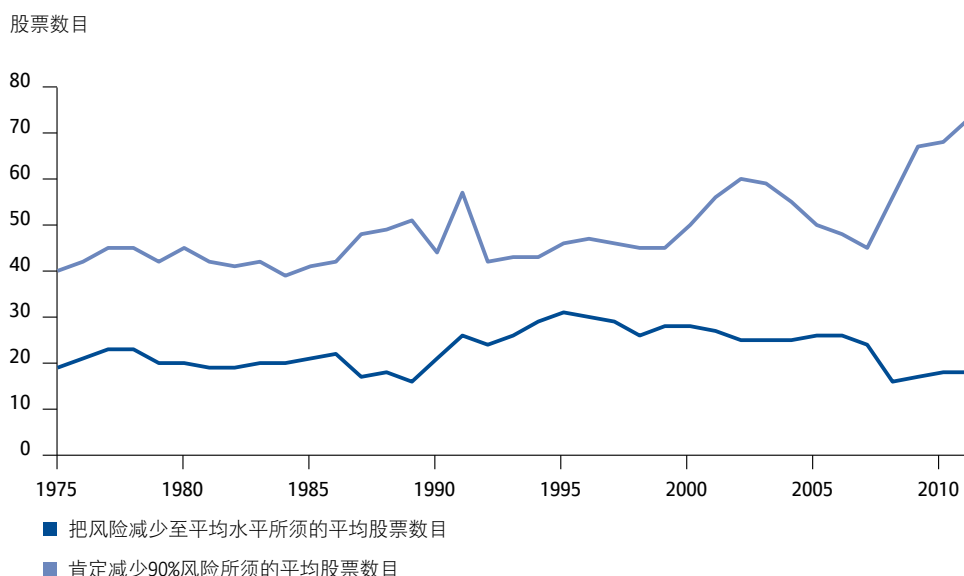
Cremers及Petajisto分析了美国互惠基金在1990年至2003年期间的回报，反映**主动型投资经理的弱点**，其特征是主动投资比率偏低和追踪误差偏高。这是**选时交易策略**的典型特色，因为投资经理能以相对偏低的主动投资比率来建立低或高贝塔(beta)回报的投资组合，但追踪误差通常偏高。低主动投资比率及高追踪误差的投资组合表现强差人意，反映选时交易策略的欠佳往绩。

Henriksson [1984年]⁷、Coggin、Fabozzi及Rahman [1993年]、Daniel, et al.[1997年]⁸和Blake、Lehmann及Timmermann [1999年]⁹等研究报告均发现，基金经理的选时交易能力较弱。¹⁰

集中选股投资经理应该选择的集中程度

甚么是投资组合集中程度的最合适水平？

图5：把具特殊性质的风险减少90%所需的股票数目



资料来源：Alexeev, V.及Tapon, F. (2013年)



对技巧纯熟的投资经理来说，若其投资组合的集中程度较高，预期回报一般亦较高。当然，若投资组合集中程度过高，组合的波幅将于某个阶段急升。然而，多个研究报告指出，持有约20至30只股票已足以显著受惠于分散投资策略。然而，对持有20至30只股票的个别投资组合而言，实现波幅将远高于集中选股投资组合的平均波幅。因此，投资组合需要持有较多股票，方能有效降低组合波幅。下图显示，虽然美国互惠基金平均只须持有20至30只股票来降低波幅，但实质上需要持有40至60只股票达致有效降低波幅的目的。

因此，集中选股投资经理的最佳投资组合集中程度为20至60只股票，视乎有效降低可分散风险的重要性而定。集中选股投资经理无须持有超过60只股票。¹¹

Cremers及Petajisto的理论：「选股投资经理」对比「因素风险模型的选股投资经理」

Cremers及Petajisto的研究报告所量度的**选股活动程度**，与因素风险模型的量度方式存在颇大分别。根据Cremers及Petajisto对「选股投资经理」的定义，其特征是

主动投资比率偏高，但风险模型的选股投资经理则拥有偏高的特殊性质风险水平。因此，Cremers及Petajisto所定义的选股投资者，只会大量投资于看好的股票，不受地区、行业或投资风格的限制。

相对于不受地区、行业或投资风格限制，只须投资于看好股票的策略，因素风险模型的选股策略刚好相反。

换言之，在选择看好的股票外，投资经理亦须确保选股能大致配合基准指数的主要风险因素，包括地区、行业或投资风格，否则投资组合将承受过量的风险因素，不能归纳为选股投资组合。在因素风险模型下进行的选股活动，其范围相当狭窄，只适用于受限制的同类比较，并且不能强烈偏重于风险模型内任何风险因素。

因此，不少自称为选股投资经理的人士其实不符合因素风险模型的狭窄定义，而是符合Cremers及Petajisto定义的选股投资经理。后者显然更加符合凭直觉归类的选股投资经理，并有大量实证支持其投资佳绩。因此，我们相信它是一个较为合适的选股概念。

¹¹ 根据在1975年至2011年期间，NYSE-AMEX、纳斯达克、伦敦、东京、多伦多及澳洲证券交易所上市的普通股每日回报数据。

如何审慎地提升每个风险单位的回报

我们在上述有关**风险杠杆 (risk lever)**的部份指出，投资经理可以审慎地提高投资组合所承担的风险水平，以抵销市场波动偏低及个别股票相关性偏高对阿尔法(alpha)回报造成的损害。

本部份则探讨**每个风险杠杆的回报 (return-per-risk lever)**，我们将分析投资经理如何提升投资组合的每个风险单位回报或资讯比率。

主动型管理基本法则 (fundamental law of active management)可就任何投资程序提供一个资讯比率的量化评估。基本法则强调三个能提升每个风险单位回报的杠杆：

- 回报预测的质素
- 策略的规模
- 执行策略的质素

我们将更仔细分析这三个推动因素。

1. 回报预测的质素

首先，显而易见的是：**回报预测的质素**回报预测的质素至为关键。世界永远前进，股票投资经理必须定期审视选股过程，并改善选股技巧的**方向准确性及稳定性**。投资经理可以透过深化对著名企业的研究，或把研究范围覆盖至研究不足的小型企业，藉此提高准确性。

德盛安联近年大幅**扩大研究的覆盖范围**，由约1,000只股票急增至约2,000只股票，从而改善回报预测的质素。大量学术研究均反映，小型股范畴提供的选股机会较高，尤其是分析师覆盖率偏低，导致研究资讯不足的股票。

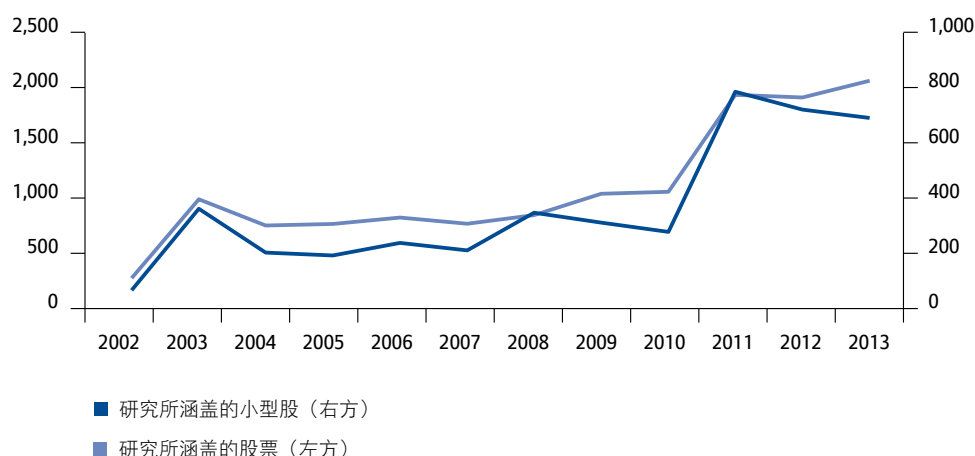
与此同时，我们引进了焦点更集中的投票分布系统，并称之为「80-20」，以进一步聚焦于高信念度的投资意念。

图6：主动型管理基本法则



资料来源：Clarke R.及Thorley S. (2002年)

图7：探索全球股票市场资本总值的领域
德盛安联扩大研究所涵盖的范围



资料来源：德盛安联，小型股是指市值低于30亿欧元，但高于2.5亿欧元的股票
数据截至2013年12月

我们在2011年引进这个系统，令分析师的工作更配合净长仓投资者的需求。新方法把买入建议的数目减至20%，以便研究活动集中于最具上升潜力和预期表现最佳的股票。这些股票需要深入的覆盖，令分析师能够充份了解相关股票，以及密切跟进企业的发展，掌握其成功之道。

与此同时，中立票的数目限制为15%，确保能够以真正的睿智投资思维进行研究工作。每只股票只能在有限的时间内维持中立票，分析师必须在这段期间决定未来将会增持或减持。这个规定与投资组合集中于少数高确信度股票的方针一致。

我们在2010年引进质素票，藉此调整德盛安联的研究工作，以满足投资经理对不受限制的集中投资组合的需求增加。增加投资组合的股票数目，自然有助减少对基准指数的依赖，最终形成不受限制的策略，亦带来不同的风险观点和质素为先的取态。

一直以来，投资组合的风险取决于相对波幅及偏离基准指数的潜在波幅。由于现时的投资组合趋于集中，与基准指数的差别渐见明显，削弱了这个准则的效果。取以代之的是，我们从营运、财务或估值风险来分析永久亏损资本的情况。此举有助提升绝对风险的意识，从而加强对业务内在质素的分析。

我們為研究領域所涵蓋的各家公司投下質素票，當中可分為三個子類別：

- 企业管治和管理质素竞争地位: 分析传统的波特五力模型 (Porter Five Forces)，包括市场门槛、替代品、对供应商的议价能力、规管环境和新竞争对手等
- 企业管治和管理质素
- 可持续性: 聚焦于业务的内在吸引力，由于不受估值影响，因此以长期因素为主

¹² Ding制订一个概括版本的主动型基本管理法则。进行分析时，他采用1978年12月至2008年8月的罗素1000指数、罗素2000指数和罗素3000指数。

¹³ 研究的回报数据取自晨星数据库，涵盖在1995年1月至2007年12月期间全球股票基金每月回报。

¹⁴ Clark et al运用Barra投资组合优化软件及标准普尔500指数进行分析。

然而，改善回报预测的质素，并不能纯粹处理资讯系数水平。改善资讯系数的稳定性，与提升资讯系数水平同样重要。正如Ding[2010年]就广泛分散投资组合进行的研究显示，把资讯系数的波幅减少50%，对投资组合资讯比率造成的效果与倍增资讯系数相同。¹²改善长期的稳定性与扩大策略规模息息相关，而这正是回报预测的基础。

2. 策略的规模

其次，扩大执行**规模**有助提升回报。在主动型管理基本法则下，「规模」是指投资组合每年进行独立投资的次数。除了投资组合的主动持仓数目外，**独立**投资次数亦同样重要。

我们可以透过两个相关的方法扩大规模，例如：

- 扩大投资策略的规模
- 增加单一持股的多元化程度

扩大投资策略的规模

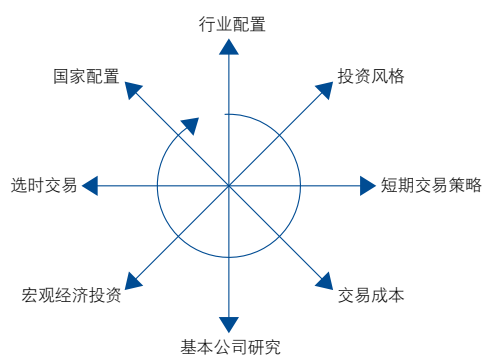
若投资经理为投资程序增加其他阿尔法(alpha)来源，将在助提升投资产品的风险调整后回报，即使那些回报来源的规模不及基金的主要阿尔法(alpha)回报来源。从Huij及Derwall[2009年]等学术研究可见，多元策略基金的表现优于单一策略基金。¹³

德盛安联深信多元策略远较单一策略优胜，因此，我们为投资组合探索一系列的投资策略。

增加单一持股的多元化程度

增加投资组合的规模是指增加独立投资的数目，并非纯粹增加投资的数目。因此，我们必须确保单一持仓具备多元化的特性，不能侧重于单一因素，例如：优秀质素或深层价值。利用投资风格方格图进行分析，有助投资经理根据各重要的风险项目选股，不致聚焦于单一风险项目，从而增加单一持股的多元化程

图8：德盛安联探索一系列的投资策略



资料来源：德盛安联、Casey Quirk，The Complete Firm 2013: Competing for the 21st Century Investor，2013年2月

度。

3. 执行策略的质素

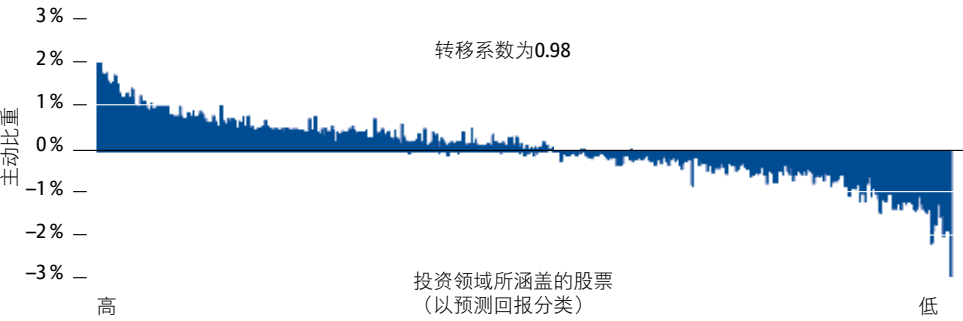
最后，**执行策略的质素**能带来截然不同的效果。转移系数反映回报预测与投资组合主动比重的相关性，从而量度执行策略的质素。有鉴于此，那些表现紧贴回报预测的主动型投资组合，便拥有优秀的执行策略质素。

建构投资组合时的典型限制，例如：偏离基准指数的国家或行业限制，又或是大型股对比小型股的配置等，均是**影响执行表现的常见原因**。

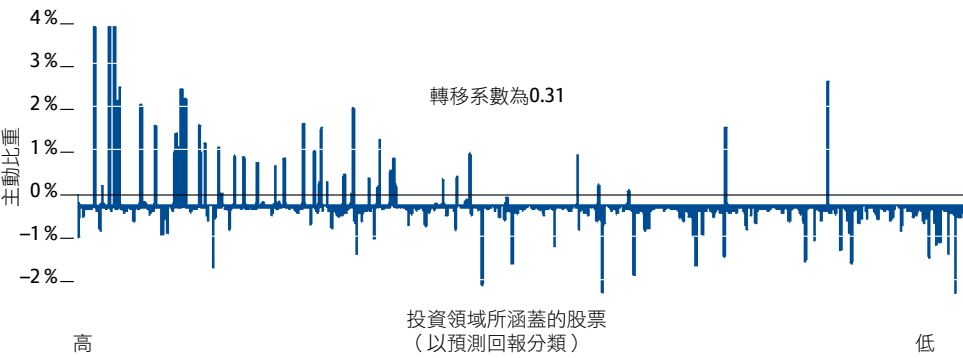
若回报预测不受限制，亦非国家 / 行业 / 规模中性，对持仓施以限制将有碍投资组合比重跟随回报预测的程度，继而削弱执行效果。Clark et al [2002年]的研究已经印证这个观点。¹⁴

图9：对不受限制投资组合施加限制，有碍主动比重 (active weights) 跟随回报预测的程度

在理想的情况下，主动比重应紧贴回报预测…



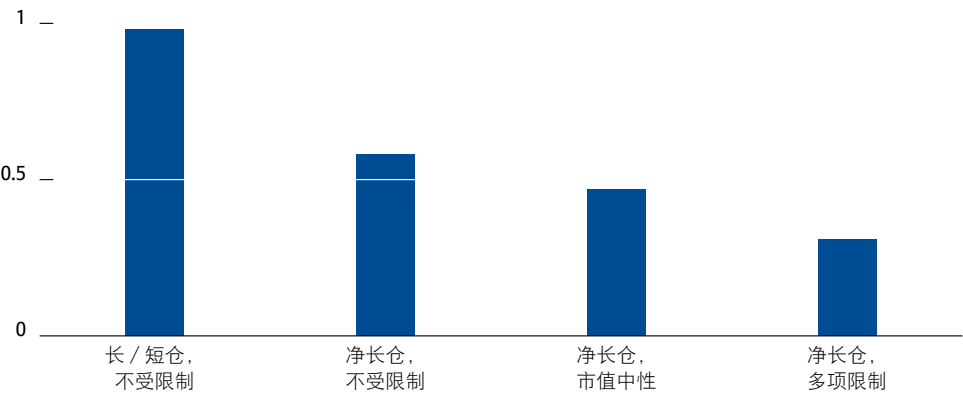
…但施加限制将妨碍主动比重跟随预测



长／短仓及不受限制的投資組合建構，有助提升轉移系數

资料来源：Clarke R. 及Thorley S.（2002年）

图10：对不受限制投资组合施加限制，有碍主动比重跟随回报预测的程度以不同方法执行预测的转移系数



资料来源：Clarke R.及Thorley S.（2002年）



参考资料

Alexeev, V. and Tapon, F. (2013年) “Equity portfolio diversification: How many stocks are enough? Evidence from five developed markets”

Blake, Lehmann and Timmermann (1999年), “Asset allocation dynamics and pension fund performance, *Journal of Business*” 第72期, 第429–461页

Casey Quirk (2013年), “Life After Benchmarks: Retooling Active Asset Management”

Clarke R., de Silva, H. and Thorley, S. (2002年), “Portfolio constraints and the fundamental law of active management”, *Financial Analysts Journal*, 第58卷, 第5期, 第48–66页

Cohen, R. B. and Polk, C. and Silli, B., (2010年3月15日), “Best Ideas”. 於SSRN网页可供参考:
<http://ssrn.com/abstract=1364827> 或
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1364827>

Coggin, T. D., Fabozzi, F. J. and Rahman, S. (1993年), “The Investment Performance of US Equity Pension Fund Managers: An Empirical Investigation”. *The Journal of Finance* 第48期, 第1039–1055页

Cremers, M. and Petajisto, A. (2009年), “How Active is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance”, AFA 2007 Chicago Meetings Paper; EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper; Yale ICF Working Paper 第06 – 14页

Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S., and Wermers, R. (1997年), “Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks”, *Journal of Finance*, 第52卷, 第3期, 第1035 – 1058页

Ding, Z. (2010年), “The Fundamental Law of Active Management: Time Series Dynamics and Cross-Sectional Properties”

Henriksson, R. D. (1984年), “Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation”, *The Journal of Business*, 第57卷, 第1期, 第1部份, 第73–96页

Huij, J. and Derwall, J. (2009年), “Global Equity Fund Performance, Portfolio Concentration, and the Fundamental Law of Active Management”, *Journal of Banking and Finance*, 2011年第35期. 於SSRN网页可供参考:
<http://ssrn.com/abstract=1625834> 或
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1625834>

Jegadeesh, N., Chen, H.-L. and Wermers, R. (2000年), “The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 第35期, 第343–368页

Jiang, H. and Verbeek, M. and Wang, Y., (2013年8月), “Information Content When Mutual Funds Deviate from Benchmarks”. AFA 2012 Chicago Meetings Paper. 於SSRN网页可供参考:
<http://ssrn.com/abstract=1782692> 或
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1782692>

Otten, R. and Bams, D. (2004年), “How to Measure Mutual Fund Performance: Economic Versus Statistical Relevance, Accounting and Finance”, 第44卷, 第2期, 第203–222页. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=544290>.

Wermers, R. (2000年), “Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses”. *The Journal of Finance* 第55期, 第1655–1703页

你是否了解德盛安联环球资本市场及主题研究的其他刊物

风险 管理 回报

- Smart Risk with multi asset solutions
- Smart Risk investing in times of financial repression
- Strategic Asset Allocation
- Managing Risk in a time of Deleveraging
- Active Management
- The New Zoology of Investment Risk Management
- Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- Dynamic Risk Parity – a smart way to manage risks
- Portfolio Health Check®: Preparing for "Financial Repression"

金融抑制

- Shrinking mountains of debt
- International monetary policy in the era of financial repression: a paradigm shift
- „Silent Deleveraging or debt haircut?“ – that is the question
- Financial Repression – A silent way to reduce debt
- Financial Repression – It is happening already

债券

- Duration Risk: Anatomy of modern bond bear markets
- Emerging Market currencies are likely to appreciate in the coming years
- High Yield corporate bonds
- US High-Yield Bond Market – Large, Liquid, Attractive
- Credit Spread – Compensation for Default
- Corporate Bonds

Active Management 睿智投资

- The Changing Nature of Equity Markets and the Need for a More Active Management.
- Active Management: Can Capital Markets be efficient?
- Harvesting risk premium in equity investing.

策略及投资

- Equities – the “new safe option” for portfolios?
- Is small beautiful?
- Dividend Stocks – an attractive addition to a portfolio

社会变动与投资

- Renewable Energies – Investing against the climate change
- The green Kondratieff
- Crises: The Creative Power of Destruction
- Infrastructure – The Backbone of the Global Economy

人口结构—退休基金


- Discount rates low on the reporting dates
- Financial Repression and Regulation: A Paradigm Shift for Insurance Companies & Institutions for Occupational Retirement Provision
- IFRS Accounting of Pension Obligations
- Demographic Turning Point (Part 1)
- Pension Systems in a Demographic Transition (Part 2)
- Demography as an Investment Opportunity (Part 3)

行为金融学

- Reining in Lack of Investor Discipline: The Ulysses Strategy
- Overcoming Investor Paralysis: Invest more tomorrow
- Outsmart yourself! – Investors are only human too
- Two minds at work

我们的所有出版刊物、分析及研究报告可于以下列网站浏览：

<http://www.allianzglobalinvestors.com>

 @AllianzGI_VIEW



本文内所载的资料于刊载时均取材自本公司相信是准确及可靠的来源。本公司保留权利于任何时间更改任何资料，无须另行通知。本文并非就内文提及的任何证券提供或邀请或招揽买卖该等证券。阁下不应仅就此文件提供的资料而作出投资决定，并向财务顾问咨询独立意见。

投资涉及风险，尤其是投资于新兴及发展中国场所附带之风险。过往表现并非未来表现的指引。投资者在投资之前应细阅销售文件，了解基金详情包括风险因素。

本文件并未经香港证监会及新加坡金融管理局审核。本文件只供参考之用，如于中国大陆使用，旨在为境内商业银行根据适用合格境内机构投资者计划的法规法则而发行的代客境外理财产品，提供辅助资讯。

发行人为德盛安联资产管理香港有限公司。

德盛安联资产管理香港有限公司（香港中环花园道3号中国工商银行大厦27楼）是基金香港代表并受证监会（香港皇后大道中2号长江集团中心35楼）监管。

Allianz Global Investors Singapore Limited（12 Marina View, #13-02 Asia Square Tower 2, Singapore 018 961（公司注册号码：199907169Z））是基金新加坡代表并受新加坡金融管理局监管。