

# 美国共同投资基金经理人的 投资组合、策略与特点

齐绍洲 徐 红

进入 90 年代以来,美国共同投资基金的资金增长迅猛,从 1990 年的 1500 亿美元增加到 1996 年的 6910 亿美元,共增加了 4 倍。进入 1997 年以后,增长的势头更加惊人,1997 年 1 月,投资于共同基金的资金已达 2.6 万亿美元,到 1997 年 10 月,投资于共同基金的资金已达 3.5 万亿美元。

美国共同投资基金金额的迅猛增加,与其经理人的专业化投资组合和独特的投资策略能为广大投资者带来丰厚的回报及回避风险密不可分。

## 一、美国的共同投资基金现状简介

美国的共同基金种类多,专门性强,主要有积极成长型基金、成长型基金、成长收益型基金、股票收益型基金、债券基金、国际基金、贵金属基金、货币市场基金等。为了进一步分析美国共同投资基金经理人的投资组合、策略与特点,有必要对这几种主要基金的特点及最新收益情况作一个简要介绍。

1. 积极成长型基金。这种基金旨在追求收益最大化,因而不惜冒高风险而对投机性股票进行经常的、主动的炒作,因此,这种基金的价格及收益极不稳定,往往在牛市中收益显著而在熊市中命运悲惨。根据美国 1997 年 3 月《时代》周刊报道:该种基金一年平均收益率为 17.79%,三年平均收益率为 14.50%,五年平均收益率为 14.06%,在几种主要的基金中收益率排名第四。

2. 成长型基金。这是一种专门投资于高成长型股票的基金,旨在长期成长,倾向于对规模较大、市场形象好、通常以现金形式及适当比例分配利润的上市公司的普通股进行投资。这种基金和积极成长型基金相比更稳定,但同为数众多的保守型收入基金或货币市场基金相比,具有更大的不稳定性,波动系数  $\beta > 1.25$ 。在看涨市场上它比各种保守型基金盈利更快。根据美国 1997 年 3 月《时代》周刊报道:该基金一年平均收益率为 22.39%,三年平均收益率为 15.92%,五年平均收益率为 14.18%。收益率排名第二。

3. 成长收益型基金。这种基金属于保守型基金,主要对有高股息分配记录,尤其是股息逐年增加的公司进行投资,同时又能适当获取二级市场差价收益。这种基金收益比较稳定,波动系数  $\beta < 1$ 。根据美国 1997 年 3 月《时代》周刊报道:一年平均收益率为 23.13%,三年平均收益率为 17.01%,五年平均收益率为 14.76%。收益率排名第一。

4. 股票收益基金。这种基金投资于高股息股票,有时也少量投资于优先股或优先债券,用于既想有现金收益又有资本增长的保守型投资者。根据美国 1997 年 3 月《时代》周刊报道:一年平均收益率为 20.11%,三年平均收益率为 15.20%,五年平均收益率为 14.22%。收益率排名为第三。

5. 债券基金。这种基金专门对公司债券、金融债券、政府或政府代理机构债券、州及地方政府债券进行投资。其风险小于股票基金,但各种债券的风险不尽相同,通常政府债券最安全,企业债券风险较大,金融债券介于二者之间。根据美国 1997 年 3 月《时代》周刊报道:企业债券基金一年平均收益率为 3.22%,三年平均收益率为 4.89%,五年平均收益率为 6.87%;政府债券基金一年平均收益率为 2.68%,三年平均收益率为 4.19%,五年平均收益率为 5.89%;市政债券基金一年平均收益率为 2.84%,三年平均收益率为 3.73%,五年平均收益率为 6.61%。

6. 国际基金。国际基金可分为以下四种:(1)全球基金:既投资于美国本土又投资于美国之外的有价证

券。(2) 海外基金: 仅投资于美国之外的有价证券。(3) 区域基金: 仅投资于特殊区域如欧洲、环太平洋地区的有价证券。(4) 特殊国家基金: 专门投资于某个国家发行的有价证券。根据美国 1997 年 3 月《时代》周刊报道: 美国的这种国际基金一年平均收益率为 9.03%, 三年平均收益率为 3.17%, 五年平均收益率为 9.51%。

7. 贵金属基金。这种基金专门投资于黄金、白银、铂金等贵金属, 也对各种矿产公司的股票进行投资。这种基金波动性较大, 1988 ~ 1992 年经营惨淡, 1993 年因对黄金的需求增加并超过了供给, 再加上对通货膨胀的预期, 才出现了数年来最好的一次止跌回稳。但好景不长, 1993 年以后又陷于普遍的亏损之中。根据美国 1997 年 3 月《时代》周刊报道: 一年平均收益率为 -14.16%, 三年平均收益率为 -3.05%, 五年平均收益率为 6.46%。

8. 货币市场基金。这种基金对商业票据、银行承兑票据、回购协议、政府证券、存单和其它高流动性与安全性证券进行投资, 并且按货币市场利率支付利息。这种基金自 70 年代中期创立后, 尤其在 80 年代初利率和通货膨胀猛增时期, 得到迅猛发展。

## 二、美国共同投资基金经理人的投资组合

如此众多且有固定投资对象的基金, 其收益水平与风险大小是不同的, 它们为不同的投资者提供了宽泛的选择余地。但是普通投资者如何从中选择并进行组合, 要依赖于共同投资基金经理人的指导, 共同投资基金经理人认为: 良好的投资收益取决于良好的投资组合。一项对美国 91 家大型养老基金的经营状况的研究结果表明: 91.5% 的投资收益差异取决于投资组合, 而其余 8.5% 的投资收益差异则取决于选股和市场时机的把握等因素。根据各种基金的特点, 美国共同基金经理人为投资者提供了如下投资组合:

1. 保守型: 33.33% 投资于 2-5 年期的中期国债基金; 33.33% 投资于股票基金和国际基金; 33.33% 投资于短期企业债券。

2. 风险中性型: 50% 投资于成长型基金或成长收益型基金; 10% 投资于 2-5 年期的中期国债基金; 10% 投资于货币市场基金; 20% 投资于中期企业债券基金; 10% 投资于不动产以防通货膨胀。

3. 风险偏好型: 80% 投资于股票基金; 15% 投资于债券基金; 5% 投资于货币市场基金或保留现金。

我们可以看出, 以上三种投资组合非常具体细致, 这是美国投资基金品种多样化和投资专门化的结果, 同时也说明金融市场的发展、金融工具的创新与基金品种的完善是同步发展的。

值得注意的是, 近年来美国出现了一种资产投资组合基金, 这种基金集上述各种基金于一身, 在国内股票市场、国际证券市场、黄金、不动产、货币市场等广泛的领域内进行资产组合投资, 从而使投资者购买基金的同时就达到了资产组合的目的。这种基金与产业领域内实施多元化经营的跨国公司很相似, 是在人才和信息的传递达到相当高水平时的产物。

## 三、美国共同投资基金经理人的投资策略

美国 1997 年 8 月《幸福》杂志排出了收益率位居前十名的基金及其经理人, 在这前十名中, 斯蒂芬·约汉斯 (Stephen Johnes)、鲍勃·罗德里盖兹 (Bob Rodriguez) 和大卫·阿尔杰 (David Alger) 的投资策略颇具代表性。

### 1. 对上市公司高层管理人的信心是投资决策的重要前提

斯蒂芬经营着梅里尔·林奇 (Merill Lynch) 成长型基金, 一提起林奇基金, 人们自然会联想起一大批高素质的研究队伍以及他们对证券市场的深刻了解和严谨的投资风格。然而, 斯蒂芬及其黄金搭档亚瑟·莫里提 (Arthur Moretti) 却有着独特的投资策略: 亲自进行研究分析, 并使其证券组合尽可能少。他们依据自己对上市公司高层管理人员的个人感觉来决定在多大程度上购买其股票, 一旦买进就长期持有。自从该基金成立以来, 其证券组合中的每只股票的平均持有时间为四年, 这对他们的许多同行来讲漫长得简直无法接受。到目前为止, 他们总共才投资过 36 种股票。他们坚信, 如果选择的股票是所希望的那种, 就一定要长期持有, 并且不能停止对它的研究, 要把 80% 的时间用于对已持有的股票进行长期跟踪研究, 而不是去物色新

的投资对象。

由于斯蒂芬和亚瑟对某个公司的长期深入研究,使他们对该公司所属行业也有了深入的了解,从而其投资有向行业集中的倾向。目前,该基金 74 亿美元资产中的 47% 投资于能源股;而 1995 年,该基金 55% 的股票都是技术股;他们现在对生物工程股的投资也有同样的趋势。按照斯蒂芬的解释:对行业的投资源于对该行业某只股票的投资,而对该只股票的投资又源于对该公司高层管理人的信心。但是这种信心有一定的主观性,带有个人倾向,因而有时是有较大风险的。因此,斯蒂芬和亚瑟各自独立工作,以他们之间的互补来减少风险。

### 2. 选择市场价格 / 帐面价值 < 2 、 且远低于市场平均市盈率的廉价股票并耐心等待

鲍勃经营着第一太平洋顾问公司 (The Pacific Pacific Advisers, 简称 FPA) 资本基金和 FPA 债券基金。在过去的十年中,前者平均收益率为 19.3%,比同类基金的平均收益率多两倍;后者平均收益率为 10% 左右,也在其同行中名列前茅。

25 年来,风险最小化的投资策略鲍勃一直铭刻在心。他认真挑选那些市场价格/帐面价值 < 2 且远低于平均市盈率的廉价股票,耐心持有等待。比如 90 年代初期,加利福尼亚州的经济不景气,鲍勃却坚决地买进罗斯商场 (Ross Stores) 12% 的股票,因为当时罗斯股票的成交价是 6 美元/股,比帐面价值仅高 1 美元,市盈率仅为 8,后来该股上升到每股 30 美元,他大获全胜。

鲍勃恪守他的投资策略,在没有发现符合他的投资策略的股票时,他宁愿保持现金。因此,他现在还持有 27% 的现金。97 年上半年,他仅仅买了一只股票。

### 3. 用 $3\frac{1}{2}$ 法则和五等级标准进行冷静判断, 搏击热门股

如果说斯蒂芬和鲍勃偏向于长期投资,大卫·阿尔杰则属于短线热门股搏击高手。53 岁的大卫经营着 16 种基金,总资产达 80 亿美元。由于他有一套自己独特的技术分析方法,因而在搏击热门股中出类拔萃。他经营的 4890 万美元的 spectro 成长型基金,在过去十年中的平均收益率为 19.5%,高出标准普尔指数五个百分点,其中有一年为 197%,远高于同类成长型基金 118% 的水平。大卫的另一只基金在 1995 年以 79% 的年收益率击败了所有其它共同投资基金。

大卫有 20 个分析师为他进行研究分析,他所精选的股票都要首先符合他所谓的  $3\frac{1}{2}$  法则:即每周都把他的 20 个分析师分成八个小组,在 1400 种股票中筛选过去的五个交易日中涨幅超过标准普尔指数  $3\frac{1}{2}$  个百分点的股票。大卫相信,长期中有出色表现的股票,短期内会先有所表现,关键是要把能保持上涨势头的股票选出来。因此他认真听取他的分析师梳理“ $3\frac{1}{2}$ ”公司,并且把持有的股票按它们一年来的走势图表分为五个等级:六个月都低的股票为一级,六个月都高的股票为五级。只要某只股票被归入一级,就坚决卖掉。正是这种独特的、深入的研究分析,大卫搏击热门股时有更多的理智和冷静,使大卫不同于短线投机商。

例如,1997 年初,琼斯医药公司突然出现在大卫的“ $3\frac{1}{2}$ 名单”上,6 月该股每股价格上升到 45 美元,大卫的分析师了解到琼斯公司想提高其产品价格,大卫据此判断该公司的产品客户是想赶在产品提价前大量购买其产品,从而带动股价上升,这种上升难以为继,因而决定不介入。果然,当提价时,产品销售锐减,因而股价在 7 月初跌至 27 美元/股。再例如,1997 年 6 月,AOL 公司出现在大卫的“ $3\frac{1}{2}$ 名单”上,当时该公司改进了经营策略,正在出现新的局面,大卫对此一直甚感兴趣,但他并没有立即介入,他要等到其价格能有一个好的上升空间时再介入,因而他冷眼旁观,耐心等待,直到 7 月初,AOL 从 61 美元/股降至 55 美元/股时,大卫才开始买进,到了 8 月,该股价格已升至 74 美元/股。

## 四、美国共同投资基金经理人的投资特点及启示

透过上述三个有代表性的经理人的投资策略分析,我们可以看出其投资策略有以下特点:

第一,长期投资。由于美国证券市场是一个成熟的市场,二级市场差价收益短期内不明显,而且严禁操纵二级市场价格的各种法规又很健全,因而长期投资,耐心等待的基金经理人往往业绩名列前茅。

第二，注重研究分析。业绩优秀的基金经理人尽管投资风格各具特色，但都注重研究分析，从而其投资决策建立在理性的基础上。搏消息、炒内幕等盲目或违规的投资行为在这些基金经理人的投资策略中看不到。

第三，重视对上市公司高层管理人或决策人的企业家才能研究。共同投资基金经理人非常注重对上市公司高层管理人的研究，尤其是长期投资，公司主要决策人、管理人的个人素质或企业家才能对企业的未来影响极大。因此，几乎每个成功的投资者都把对上市公司高层管理人或决策人的评价、感觉、信心作为至关重要的投资依据。

第四，讲究股票的质地。不求数量，但求质量。避免满地开花，宁少勿滥。重要的投资决策仅仅几次就够了，没有合适的对象，宁肯保持现金也不盲目投资，投资组合中股票种类少而精。

第五，该与市场保持一定距离时要能抗得住市场诱惑，直到合意的价位出现才狠狠出击，做到稳、准、狠。同时恪守自己的投资准则，对自己在研究分析的基础上作出的判断坚信不疑，不为一些表面现象或短暂的诱惑所动摇。

我国已于1997年11月5日正式颁布实施了《证券投资基金管理暂行办法》，这预示着我国的投资基金将有一个大的发展，这对于培育证券市场的理性投资者和增加有效需求无疑将起到举足轻重的作用，是我国证券市场发展的一个里程碑。

然而投资基金的发展不是一蹴而就的事情。“专家理财，投资组合”是基金的本质特征，因此一个成熟发达的基金市场，必须有一大批高素质的基金经理人和多样化的基金品种，上述美国投资基金经理人的投资组合、策略与特点给即将兴起的中国投资基金业带来了许多启示：

首先，要培养和造就高素质的投资基金经理人和分析研究队伍。投资基金吸引广大投资者的根本魅力是专家理财，中国证券市场仅有八年的历史，基本上是在国门之内进行实验的，虽然有了一批专门的证券人才，但一是人数少，二是够专家级的尤其是能在国际证券市场上搏击的更少，因此专家队伍的培养和造就就是当务之急，适度建立若干中外合作投资基金，对于培养一批有国际水准的投资基金经理人不失为有效途径。

其次，力求基金品种多样化，基金投向专门化。基金的发展与整个金融市场、金融工具的发展创新密不可分，中国现有近80家基金，严格意义上讲符合要求的寥寥无几，都是一个投资模式，广大投资者可挑选的余地几乎没有，更谈不上通过投资不同的基金而达到投资组合。因此中国的基金业在发展上应该力求各种基金各有专长，在专家、人才少的情况下更应该每支基金集中有限的人、财、物力于一个方向，同时不断进行基金品种的开发和创新，这样才能获得因分工不同而带来的专业投资效益，也为广大投资者提供日益丰富的基金品种。

再次，完善信息披露制度。投资基金经理人无不注重对上市公司的研究分析，而其可资分析的材料是上市公司的年报、中期报表、招股说明书或配股说明书之类的重要材料，这些材料提供信息的及时性、可靠性及透明度如何成为分析的关键。只有完善信息披露制度并加强对信息披露的执行情况的监督，研究分析的结果才可信，也就没有必要进行内幕交易或炒消息，有利于长期投资。

最后，加强对投资基金经理人的舆论报道与监督。要有专门的媒体定期对基金投资收益情况进行排名，并对基金经理人的投资特长或个性特征进行报道，便于投资者挑选自己满意的基金及经理人，也鞭策基金经理人不断完善自我，提高投资水平，增强对广大基金投资者的责任心。

#### 主要参考文献：

1. Time, Investment Diversity, Time, March 24,1997.
2. Time, The Many Attractions of Mutual Funds, Time, March 24,1997.
3. David Whitford, Finders, Keepers, Fortune, August 18,1997.
4. Nelson D. Schwartz, Formula Racing, Fortune, August 18,1997.
5. Jeanne C. Lee, If It Moves, Get On It, Fortune, August 18,1997.

(作者单位：武汉大学经济学院)  
(责任编辑：林玲)