



秦红
摩根士丹利华鑫基金副总经理



资产配置 谎言还是宝藏

文 | 秦红

“不要把鸡蛋放在一个篮子里”，大部分投资者都听过这句话，这也成为投资者在投资进入期进行分散投资的基本哲理。但是，最近的状况似乎有所不同了。一些文章中提出了这样的新观点：“谁见过拿几个篮子去买鸡蛋的人？关注一个篮子会比关注多个篮子容易得多、安全得多。”听上去这也很有道理，巴菲特也曾讲过：资产配置可能是20世纪最大的谎言。如果能够找到好的投资品，一直持有的方法最终可能是获益最大的大概率方法。

资产配置到底有什么好处？我们可以把它拆分为两个阶段：在投资初期，进行资产配置能够让投资者获得风险与收益的平衡；而在此之后，定期持续地进行资产配置再平衡调整能够提高收益——所谓资产配置再平衡，实质上是根据一定阶段各类资产的资产价值及已有资产比例的分析，依照一定的规则，对各类资产重新进行分配的过程。

✓ 期初资产配置 降低风险

投资者在初期进行资产配置的价值是让投资者们在流动可能性、波动感知与最终收益间进行平衡。但是问题是投资者进行投资的目的是为了赚更多的钱，那么初期的资产配置是否是达成投资者目标的最合适的方法呢？

让我们这样来解释这一问题。从投资的角度，资产配置并不一定是在足够长的时间下赚钱最多的方式，但它的确是风险与收益

平衡下的最优方式——而它的平衡包含着多种价值：

首先在应对资金的不确定需求上，资产配置很有优势。虽然通过理财现金流分析，投资者大致都会清晰了解自己的资金使用计划，但是未来毕竟是不确定的，不怕一万就怕万一。一旦“万一”出现，资产配置就能帮助投资者在一定程度上降低资金向下波动的可能性和幅度——在自身的资产配置池中，投资者不用急着赔钱出场。所以，对于那些对未来资金使用怀有不确定感的投资者来说，资产配置无疑能够让他们增加一份安全感，尽管这种安全感可能会损伤未来的回报。以效用的观点出发，基础的安全感对投资者具有非常重要的意义，毕竟万一需要用钱的时候正是赔得一塌糊涂之时，的确是让人恐惧的事情。

资产配置更重要的价值表现在应对投资中的“七情”感受上。虽然真正突发需要用钱的概率是极小的，但是每天对资产变动的感受却是真实的。无论是心理亏损赔了20%，还是参照点漂移后赔了20%，都会影响着投资者每天的心情。把这种对心情的影响加入后，风险下的收益就有了其大众决策过程中的含义：每日损失的感受累计与最终收益的比较。这就是资产配置的第二个好处，在相同的收益下，它可以让投资者对整体资产的涨跌感受相对更小，这也体现了夏普比率对实际感知的价值。

当然还有第三重价值：想开心的时候可



以找到开心的理由。只有一种资产，如果下跌甚多，除了回避之外找不到任何化解痛苦的方法。而如果有多种资产，有涨有跌，虽然可以自寻烦恼，痛恨自己没有把钱投入到最赚钱的产品中去；但也可以自得其乐，庆幸自己没有把钱都投入到最赔钱的产品里面。这时对赔赚的认知就是投资者个性带来的选择，而不是避无可避的选择。对于那些拥有自得其乐个性的投资者来说，资产配置就为他们找到了让投资更愉悦的可能性。

✓ 资产配置再平衡 增加收益

除了初期进行适当的资产配置之外，持续调整的价值更为巨大。

我们可以以两类资产的组合为例，来分析资产配置调整的方法：一类是高风险资产——股票资产，一类是低风险资产——债券资产。两种资产的配置调整方式可以包括购买并持有、按年固定比例、按年价值配置、投资组合保险、长期投资短期避险等，但是由于开始状况、股票资产最大损失设定、安全下限要求、移动止损点等多项参数难以确定，许多方式的模拟难以进行，我们就先以购买并持有、按年固定比例、按年价值配置这三种方式来看一下资产配置再平衡的好处。

购买并持续持有是最简单的方式，把两类不同资产放在一起，只要他们不是同涨、同跌，那么收益是两者的均值，风险却会比两者均值低很多。从这个角度上看，做了初期的资产配置也会让投资者获取同样的收益

时面对更低的整体风险。但是随着时间的延续，长期持有会使高收益高风险产品占整体资产的比例逐渐增加，风险也会逐步增加。可见从降低风险的角度上看，定期对资产进行再平衡都是有价值的。

我们再从增加回报的角度来看一下三种配置。

采取购买并持有，可以在期初采用配置的方法以寻求风险—收益的平衡，例如考虑购买并持有70%的股票、50%的股票、30%的股票，一经购买，就不再进行再平衡的调整。

采用按年固定比例，也就是每年年初进行无费用调整，调整的比例采用70%的股票资产、50%的股票资产、30%的股票资产3种，在当年就不再进行调整，直至第二年年年初再次调整。

什么是按年价值配置呢？中国市场是情绪发动机常常启动的市场，而市盈率是用来衡量这个情绪的不错指标。一般来说，中国的市盈率大概率在20—60倍市盈率之间摆动。可以根据每年最后一个交易日的市盈率高低，采用两种简单的价值配置方法——稳健型和激进型——以在第二年年年初进行资产配置再调整。所谓稳健型配置，就是当市盈率低于20倍时，当年的股票资产比例配置为80%，市盈率高于60倍时股票资产配置为20%，当市盈率在20—60倍之间时进行均分（见图表1）。而激进型配置则是市盈率低于20倍时，股票资产配置为100%，市盈率高于60倍时，股票资产配置为0%，市盈率在20—60倍时进行均分（见图表2）。按照这一方法，1997年—2009年

🔴 图表1：激进型配置如何调整股票占比

激进型配置	
市盈率	股票资产比例
20倍以下	100%
20-30	80%
30-40	60%
40-50	40%
50-60	20%
60倍以上	0

🔴 图表2：稳健型配置如何调整股票占比

稳健型配置	
市盈率	股票资产比例
20倍以下	80%
20-40	60%
40-60	40%
60倍以上	20%

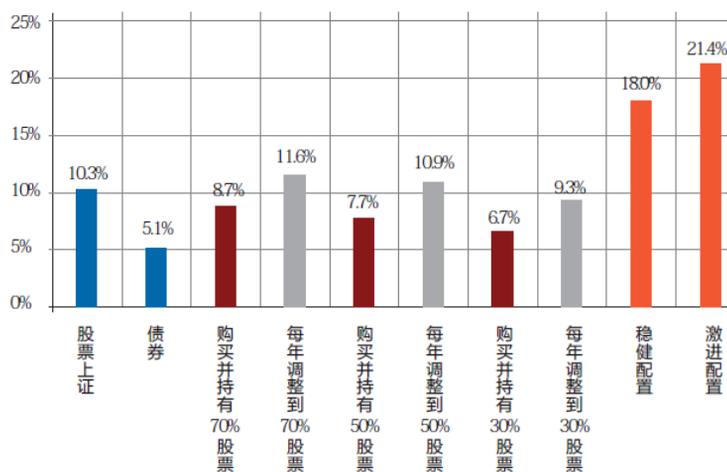
🔴 图表3：1997-2009年两种价值配置形式调整方案

年份	上年末市盈率	股票资产占比(%)	
		稳健	激进
1997	40	60	60
1998	47	40	40
1999	37	60	60
2000	47	40	40
2001	69	20	0
2002	42	40	40
2003	40	60	60
2004	47	40	40
2005	29	60	80
2006	19	80	100
2007	40	60	60
2008	62	20	0
2009	15	80	100

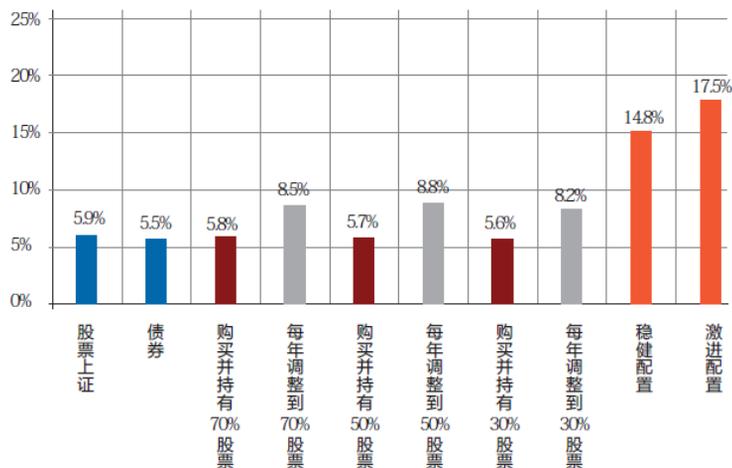
如果能够按照一定的周期和规则，适时进行资产配置再平衡的调整，在降低风险的同时还能获得更好的收益，何乐而不为呢？



◀ 图表4：1997-2009年 三种资产配置再平衡方法带来的回报



◀ 图表5：1997-2008年 三种资产配置再平衡方法带来的回报



调整资产配置的方式见图表3。

从降低风险上看，购买并持有会使风险资产比例不断变化。而每年进行资产调整能够使期初设定的比例保持相对的稳定性。

从获取收益上看，以1997-2009年为例，综指年化回报率为10.3%，债券年化回报率为5.1%。而70%、50%、30%的股票资产比例，若购买并持有，所获取的回报分别为8.7%、7.7%、6.7%，每年进行固定比例的再平衡所取得的回报分别为11.6%、10.9%、9.3%，明显好于前者（见图表4）。而若是采用价值稳健配置与价值激进配置的再平衡，取得的回报率可以达到18%、21%。

考虑到2009年是市场较好的一年，我们来看看截至2008年年底，再平衡策略是否也有其有效性。

在综指年化回报为5.9%的情况下，购买并持有的回报保持在综指与债券指数之间，固定比例再平衡获得年化超过8%的回报，价值配置更是获得15%左右的回报（见图表5），可见再平衡对提高回报具有极大的好处。

既然调整资产配置能够取得更大回报，那么是不是调整频率越大收益越好呢？从历史上看，在A股市场，若以季度为周期进行再平衡，无论是哪种方式，1997到2008，以及2009年的超额收益都不够好，而以年度为周期进行再平衡的效果却很是显著。所以资产配置的频度与方式，需要结合市场实际情况而定，不可简单化之。

目前投资者对资产配置的使用大多还是站在风险控制的立场，而且以期初使用为主，很少在后续进行相应的调整。事实上，正如上文所说，如果能够按照一定的周期和规则，适时进行资产配置再平衡的调整，在降低风险的同时还能获得更好的收益，何乐而不为呢？