22 | 大类资产: 投资 组合中常见工具的分 析 张潇雨・个人投资课 进入课程>



22 | 大类资产: 投资组合中.

课》。

张潇雨亲述 你好,欢迎来到《张潇雨•个人投资

在上一讲中,我们讲到了构建投资组合的

核心目标:在管理最大回撤的基础上,获

得长期回报。而完成这个目标的方法就是 做好大类资产配置。接下来我给你介绍的 几种大师推荐的资产配置方法,正是围绕 着这个核心目标而设立的。

不过在此之前,我们还有一个重要任务需 要完成。那就是需要熟悉一下,在构建投 资组合的过程中,可以使用的各个资产的

属性是什么。

为什么这件事特别关键?因为很多人讲资

产配置的时候,都会着重告诉你各个资产 之间的比例怎么分配:比如股票是放40%

还是50%,国债是20%还是30%,黄金到

底要放多少,等等。这导致大部分人都认

为,这些数字本身是多少是最重要的。

但其实,只有弄清楚这些资产本身的特 点,这个数字比例的设计才是有意义的。

这个道理就像,如果把资产配置的过程比 喻成做饭,我们首先得知道盐有多咸,醋

有多酸,糖有多甜,才知道各种调料应该

所以这节课,我们就来讲一讲最常用的大 类资产,其中包括股票、债券、黄金、大

怎么搭配味道才合理。

宗商品、房地产,以及它们的主要属性是 什么。

股票 首先我们来谈谈股票。 关于股票在资产配置里的作用,你最需要

股票是长期收益最高的资产, 当然也是波

动,或者说最大回撤最高的资产之一。

换句话说,之所以要在我们的组合里放入 股票,为的就是获取长期相对较高的收益 率,当然这要以承受回撤为代价。

那么股票这个资产品类的长期收益率到底 有多高呢?

知道的是什么呢? 一句话:

我们用数字说话。下面的第一张图,来自 瑞士信贷银行每年更新的《全球投资回报

年鉴》2018版。在图中我们很容易看出, 美国股票从1900—2017年的长期收益率

是每年9.6%。 那么中国相应的数据是多少呢?我们都知

道,中国资本市场的历史比美国短很多,

超过一百年的数据是没法获得了,但是过 去二十几年的数据还是可以统计的。

如果我们用代表整个A 股市场所有公司的 万得全 A 指数, 然后从1994年底计算到 2019年初,指数从380点左右增长到了 3400点左右, 算下来的年化收益率是——

9.5%,和美股几乎一样。

在8%以上。

该不该信了。 其实不只是中国和美国,下面的第二张 图,是全世界主要发达国家和发展中国家

的长期股票收益率,你会发现它们基本也

所以我们基本可以认为,股市的长期收益

率就在8%~10%的区间之内。

所以你以后再看到类似"美国股市长牛,

中国股市十年不涨"的新闻标题,就知道

除了收益率,我们还要关注最大回撤。股 票的最大回撤在什么水平呢 总体来说,包括中国在内的各国股市在危 机时刻的回撤都相当可怕,基本在40%~

60%这个区间。所以仅仅投资股票这一类

资产是非常危险的。想要更进一步了解细

Cumulative returns on US asset classes in nominal terms (left-hand side) and real terms (right-hand side), 1900-2017

1,000

100

Real terms

1900 10 20 30 40 50 60 70 80 90 2000 10

Bonds 20% per year

Equities 6.5% per year

Bills 0.8% per year

s. Princeton University Press, 2002, and subsequent research

1,654

10.2

4.367

节的同学,可以看看下面的第三张图。

Bonds 4.9% per year

Inflation 29% per year

色: 短期国债: 草绿色:

Nominal terms

1900 10 20 30 40 50 60 70 80 90 2000 10

益率-诵货膨胀率)(

Cumulative return in USD from an initial investment of USD1

Long-run emerging and developed market returns, 1900-2017

22

-52

-42

合里加入什么资产呢?

府的长期国债。

34

Equilies 9.6% per year Bills 3.7% per year

Source: Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton

10,000

10,000

1,000 -

Period (calendar years)

1929-31 Wall Street Crash

1973-74: Oil shock/recession

Credit/banking crash

1939-48: World War II

2000-02: Internet bust

债券

2008

Six worst episodes 1914-18: World War I

70 1900 20 30 40 60 2000 10 Developed markets index 8.4% p.a. Emerging markets index 7.4% p.a Source: Elroy Dimison: Paul Marsh, and Mike Staunton, Credit Su. 世界发达国家和发展中国家股市收益率(注:蓝色:发 达国家股票指数; 黄色: 发展中国家股票指数) Real equity returns in key markets over selected periods

France

-50

-44

-41

-40

-45

历史几次"股灾"下各国的股市回撤程度(注: 六次危机

时刻分别为:一战、大萧条、二战、石油危机、互联网泡

沫、次贷危机)

那么要想对冲股票的风险,我们应该向组

个最明显的答案就是债券(bonds)

如果说股票在我们的组合里充当提高长期

收益的"先锋部队"作用的话,债券就是

用来"稳定大后方"的。当然,债券的种

类非常多,我们这里主要指的是靠各国政

在长期国债里,最重要的就是十年期国

债,而美国十年期国债收益率被称为是全

世界资产价格的定海神针。由美国国家政

府信用背书,基本可以等同于市场上你可

下,比如1979年的石油危机,美国十年期

当然,各个国家都有自己的国债和不同种

类的债券。我们可以根据自己的偏好使

用。它们的本质大同小异,都是给组合提

01/1972 11/2007 02/2009

01/1972

01/1972

合的资产品类——黄金。

02/2007 02/2009

07/1979 09/1981

除了债券,还有一个很多人觉得能稳定组

一提到黄金,大多数人都有这么一个印

象,经济不好的时候就要买黄金,甚至有

句话叫"乱世买黄金",其实并不太准

下图显示的是过去四十几年里全球爆发主

要战争的时候, 金价的走势, 你会发现战

如果我们从金融危机的角度再看的话,黄

金有时候涨得不错,比如恶性通胀时期的

美国;而另一些时候反而是跌的——比如

2008年金融危机,金价同样跌掉了30%之

叙利亚内

2002

1991

- COMEX黄金价格

1996

所以我们在投资组合里应该怎么理解黄金

危机来临的时候, 黄金可以起到一定的避

险作用,但这不意味着它在危机时价格一

在之后的课程中你也会看到,不同投资大

师对黄金的态度也是不同的。所以要不要

争对黄金价格的影响并不明显。

多,当时出乎了很多人的意料。

图 7: 战争对黄金价格影响不明显

1,500

1,000

500

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

1975

回撤时长(月) 回撤幅度 何时涨回前高

-50.21%

-68.30%

-20.97%

25

03/2012

07/2012

07/1982

41

供比较稳定的收益

资产标的

标普500指数

美国房地产指数

金寅

确。

国债指数也在两年多里累计回撤了20%。

Real rate of return (%) over the period

Germany

-59

-88

-26

-58

-43

Japan

-96

-49

49

-41

World

-12

-47

World ex-US

-35

-44

-41

-39

-46

-44

以找到的风险最小的资产了。 那么美国十年期国债的收益是多少呢? 总 体来说在2%~4%左右。 国债的波动不大,不过在非常极端的情况

答案就是,我们只能按照概率去理解。总 体来说, 当比较严重的金融危机或者战争

定会涨。

大宗商品

-大宗商品。

金属和农产品三大类。

程我会介绍具体的方法。

呢?

在组合里加黄金,更多是偏好问题,而不 是对与错。

所谓的大宗商品,包括了我们最耳熟能详 的石油、天然气、铜、铝、小麦、玉米、 糖等等非常多的项,基本可以归为能源、

和黄金情况有点类似的是另一个资产品类

对于普通投资者来说,想要搞清楚每个品 种具体有什么属性基本是不可能了,但好 在我们可以简单地投资一揽子大宗商品

——也就是所有品种都投一些,后面的课

大宗商品总体来说是对抗通胀不错的标 的,长期价格也是上涨的。但也有大师不 喜欢大宗商品,比如巴菲特。在他看来, 任何不能产生现金流的东西都不叫资产,

只能叫筹码——因为你总是期待有人以更 高的价格把你手上的东西买走。 所以和黄金一样,在组合里是否要放入大

宗商品,也是一个偏好问题,没有绝对的 对错。 更产类别 年化回报 7.15% 7.76% 10.52% 10.78% 8.49% 11.44% 6.87% 5.84% 11.94% 4.75% 8.04% 下行风险 10.89% 14.35% 11.91% 15.90% 11.79% 13 67% 13.84% 0.54% 4.05% 5.00% 7.94%

食器保护率 0.57 0.50 0.39 0.51 0.31 0.20 0.56 NA 0.52 0.56 0.45 最大回衛 50 21% -52 894 56 65° -11 90% -61 44° 12.12% 最好月期报 16.81% 22.76% 17.74% 18.98% 18,79% 25,77% 31.02% 15.23% 16.95% 1.35% 最業月回提 21 58% 30.63% -20.18% -28.91% 22 37% 28.20% 31.67% 0.01% 3.41% 14 93% 公众号・新全球资产配置 那么黄金和大宗商品的长期回报和回撤如

何呢?如果从1973年统计到2017年, 金总体回报率在6.9%左右,而大宗商品是 らくナゴ ニュキャー • 55 请朋友读