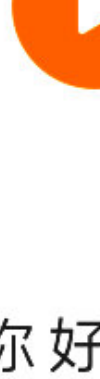


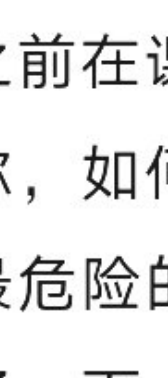
# 21 | 收益与回撤：搭建投资组合的关键要素



张潇雨 · 个人投资课

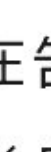
今天

[进入课程 >](#)



21 | 收益与回撤：搭建投资

10:29 9.6 MB



张潇雨亲述

你好，欢迎来到《张潇雨 · 个人投资课》。这是我们第四模块的第一讲，从这一讲开始，我们来说点不一样的东西。

之前在课程里，我们的整体逻辑是在告诉你，如何在投资之路上避免那些最常见、最危险的错误。现在，主要的错误都讲完了，下一个关键的问题当然就是：接下来我们应该怎么做呢？

所以从这一讲开始，我会在之前课程内容的基础之上，告诉你如何进行投资。或者更准确地说：既然我们要多元分散，那么通过投资不同的资产品种，来搭建一个适合自己的投资组合，就是我们的主要任务。

我们接下来的课程，就是给你讲清楚搭建投资组合的理论知识 and 实践方法。

## —— 1 ——

在动手之前，我们先来思考一个重要的问题：就像是我们完成工作需要 KPI 一样，我们应该围绕什么样的指标，来搭建自己的投资组合呢？我们投资组合的核心 KPI 应该是什么呢？只有明确了这个东西，我们的工作才能更有针对性。

相信很多同学的第一反应是：收益率。

当然，收益率非常重要，我们做投资就是为了赚钱。但如果你仔细想想，收益率其实是一个静态概念——换句话说，我们衡量收益的时候都是这样的：先选取两个时间点，一个开始一个结束，然后直接计算它们之间的变化，得出来的就是收益率了。

但是投资本身可不是静态的，想要从起点顺利走到终点，路程的艰险程度是一个非常重要的考虑因素。

想象一下，假设你有一笔投资 5 年翻了一倍，回报相当不错，站在现在回头看，这当然是一笔不错的投资。但如果这 5 年时间里，你每天都要为这笔投资心跳加速、担惊受怕、晚上睡不着觉的话，这个钱赚起来也是太辛苦了，而且今后很难持续下去。

所以在实际中，我们不可能忽视波动的存在。

投资界有一个默认的共识：在获得同样收益的情况下，波动越小，说明你的投资水平越高；同样，在同样波动的情况下，你获得的收益越大，你的投资水平也就越高。

那么管理波动性对于我们普通投资者有什么意义呢？主要意义在于，你對自己投资波动控制得越好，你就越有可能把投资这件事长期地坚持下去。

否则如果路程太过起伏，很有可能你不是频繁反复地交易，落入择时的陷阱；就是受不了心情的波动，干脆中途放弃了。所以不管你的投资风格如何，波动性都是一个需要关注的东西。

不过之前我们也提到过，像“波动”、“风险”这样的词汇，其实都非常抽象，我们的大脑很难直观地理解。所以我告诉你一个非常直接的指标，可以用来当做我们构建投资组合的核心KPI。管理好这个东西，就管理好了你的波动和风险。

这个指标就叫做：**投资组合的最大回撤**（Maximum Drawdown）。

最大回撤是怎么定义的呢？其实很简单。

假设你的投资组合里一共有100块钱，后来这100块钱涨到150块了，但之后又跌成了120块。那么这个投资组合的最大回撤就是  $(150-120)/150=20\%$ 。换句话说，最大回撤测量的是，从你投资曾经到过的价值最高点开始，你的组合最多一共跌了多少。

这个指标的定义非常符合行为金融学的认知。作为人类的普通一员，我们都有所谓的“损失厌恶”的倾向，也就是，账面亏损带来的痛苦，要比账面上盈利带来的快乐感受要强得多。而且你想，我们是怎么衡量自己有多少钱的呢？一定是我们曾经到过的最高值。比如你开始有100万身家，后来资产上涨到300万，但是后来又跌回到了200万——你一定不会觉得自己是赚了100万，反而会觉得是亏了100万。这就是人的普遍心态。

有很多学术研究显示，投资跌幅在20%以内，投资者通常可以接受；跌了20%~40%，人们会觉得损失惨重，如果跌掉40%~50%甚至更多的时候，大部分人的心理防线基本就被击破了，这时候他们往往会选择割肉离场，把账面上的亏损变成真正的亏损。

所以对于普通投资者来说，构建一个投资组合的最终目的是什么呢？就是在管理最大回撤的基础上，获得长期回报。

## —— 2 ——

理解了这个核心目的，我们下一步显然要弄清楚：**最大回撤是什么造成的呢？它的决定性因素是什么呢？**

要回答这个问题，就要涉及到投资学术界的一个颠覆性研究成果了。

著名的投资大师，耶鲁捐赠基金的掌门大卫·斯文森说过，**我们在市场上不管做什么，本质上都是在做三件事：资产配置、市场择时和产品选择。**

资产配置我们都已经有所了解；市场择时在之前的课程里我们也讲过，其实就是选择时机来进行买卖；而产品选择（securities selection）的概念也很直白，这里的“产品”是一个统称，指的就是市场里各种我们可以交易的东西，比如股票、债券、基金，等等。

所以你看，这个总结非常完善，我们投资的时候，要么就是在资产配置，要么就是在择时，要么就是在选择具体的投资标的，不可能有其他情况了。

你觉得这三类行为，分别对我们投资回报的波动性，也就是收益率上上下下的波动幅度，有多少影响呢？

在1986年，三位著名学者（Gary P. Brinson, Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower）发表了一篇叫做《投资组合业绩表现的决定因素》的论文。里面就得出一个结论：投资组合回报的波动性，有93.6%都是由资产配置决定的。而市场择时和产品选择的贡献可以忽略不计。

当时这个结论就让整个投资界非常惊讶。

等到了1991年，另外三位学者（Brinson, Hood, and Brian D. Singer）对这项研究进行了后续的补充，在更换了一些研究对象和研究方法之后，他们得出的结论是：投资组合回报的波动性有91.5%是被资产配置决定的，其他两项因素可以忽略不计。

说白了就是再次肯定了之前的研究结论——**资产配置在其中就是起决定性作用的，市场择时和产品选择都可以忽略不计。**

这个结论听起来有点反直觉，但事实就是这样的。

比如，你可能觉得买了一个大牛股，肯定对投资收益率的波动幅度有影响啊，产品选择怎么会不重要呢。但一方面我们之前说过，大牛股的数量极其稀少，在统计学上的意义很小，和买彩票的概率差不多；另一方面，哪怕是大牛股也是股票，在整个股市波动的时候，它会很大程度上跟着市场一起波动，换句话说，大牛股在市场跌了30%的时候也一样会跌这么多，甚至可能跌掉更多。

我们来看一个简单的例子。

在《新全球资产配置白皮书》这篇文章里，徐杨老师进行了一个统计。他选取了美国从1980—1997年，1998—2015年市值最大的3000只股票，然后计算了这3000只股票在任意一个5年的投资周期之内，所经历的最大回撤。



结论就是：

1. 1980年至1997年，有58%的股票，跌幅曾经超过50%。只有6只股票，最大跌幅在10%以内。
2. 1998年至2015年更惨。由于这个时间段里美国经历了2次金融危机，有超过86%的股票的跌幅超过50%。只有2只股票最大跌幅在15%以内。

而且不只是股票，美国房地产指数最大跌幅超过60%，就是被誉为低风险资产的美国十年期国债，也曾跌了超过20%。而且它们不仅跌幅大，涨回去的时间也很长。

下面是完整的统计图，也包括了中国股市的数据，其中上证综指和深证成指的最大回撤都超过了70%。

Aa



写留言



54



请朋友读