

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

今天

进入课程 >

22 | 大类资产：投资组合中

11:35 10.61 MB

张潇雨亲述

你好，欢迎来到《张潇雨 · 个人投资课》。

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怎么搭配味道才合理。

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，你最需要知道的是什么呢？一句话：

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？

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。

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在8%以上。

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。

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节的同学，可以看看下面的第三张图。

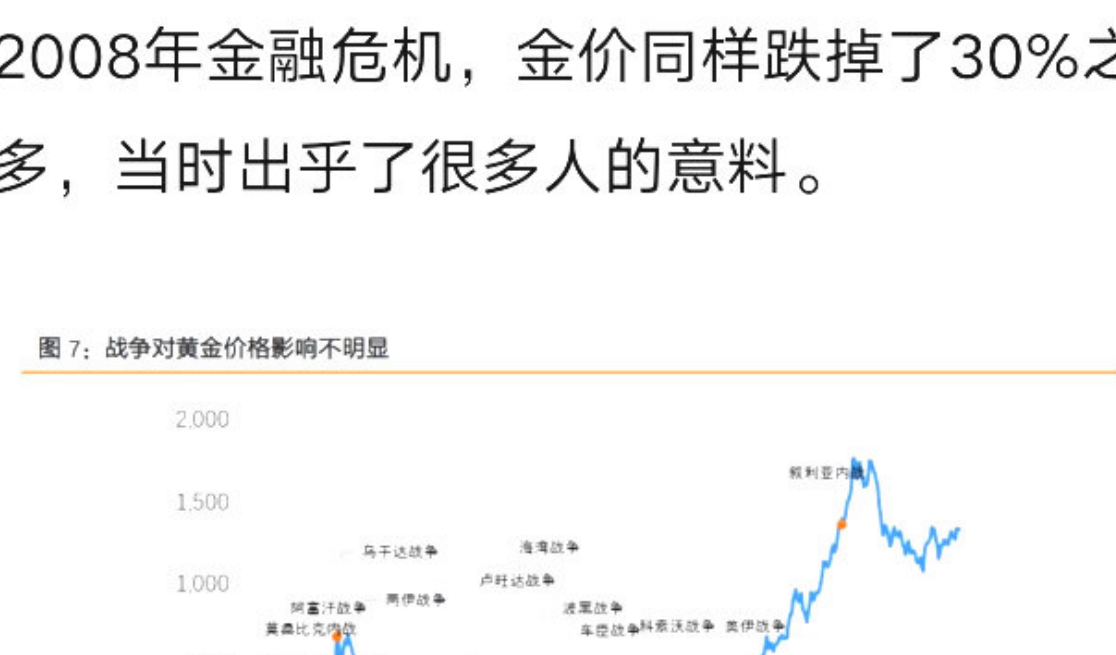


Figure 3 Cumulative returns on US asset classes in nominal terms (left-hand side) and real terms (right-hand side), 1900-2017

Source: Data from: Paul Marston and Mike Sturges, "Global Investment Returns Handbook 2018", Pearson University Press, 2018, and subsequent research.

美国股市长期名义和实际收益率（实际收益率=名义收益率-通货膨胀率）（蓝色：股票；黄色：债券；深绿色：短期国债；草绿色：通货膨胀率）

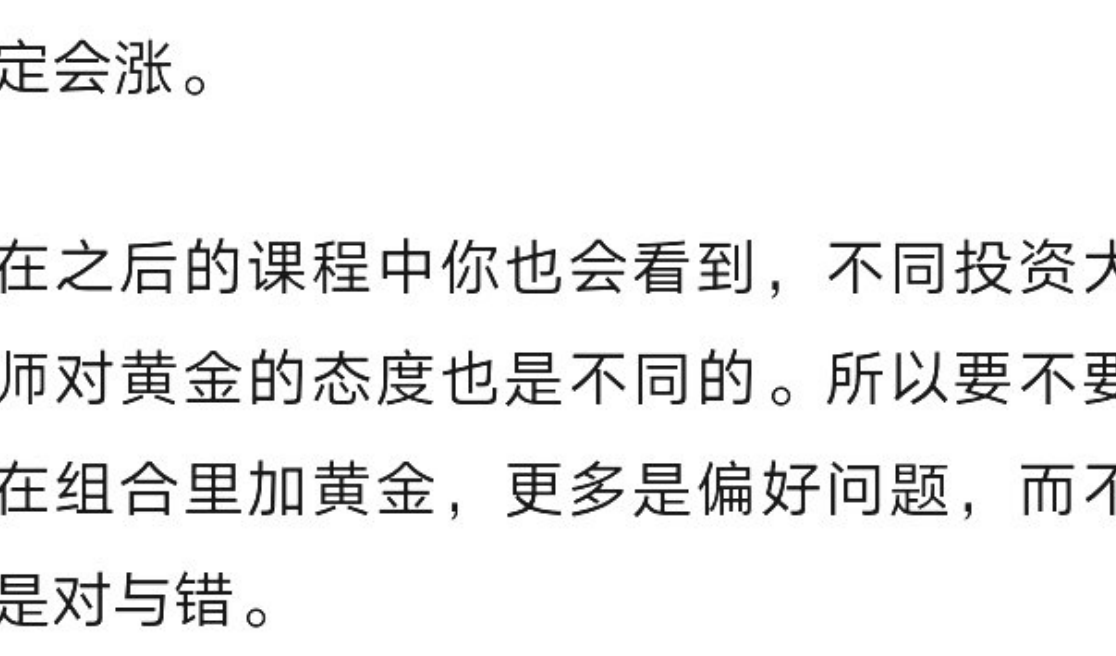


Figure 4 Long-run emerging and developed market returns, 1900-2017

Source: Data from: Paul Marston and Mike Sturges, "Global Investment Returns Handbook 2018", Pearson University Press, 2018, and subsequent research.

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）

Period (calendar years)	Real rate of return (%) over the period						
	USA	UK	France	Germany	Japan	World	World ex-US
Six worst episodes							
1914-18 World War I	-18	-30	-50	-46	98	-31	-36
1929-32 Wall Street Crash	-61	-51	-44	-59	11	-54	-44
1939-45 World War II	-22	-34	-41	-58	-96	-12	-41
1973-74 Oil price shock	-42	-71	-40	-26	-49	-47	-38
2000-02 Internet bust	-42	-38	-45	-58	-49	-44	-44
2008 Credit crunch	-38	-33	-41	-43	-41	-41	-44

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）

债券

那么要想对冲股票的风险，我们应该向组合里加入什么资产呢？

一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府的长期国债。

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下，比如1979年的石油危机，美国十年期国债指数也在两年多里累计回撤了20%。

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，都是给组合提供比较稳定的收益

资产类别	起始日期	结束日期	最大回撤	回撤时间 (天)	回撤幅度 (%)	回撤后的收益 (%)	回撤后的收益 (%)
标普500指数	01/1972	11/2007	02/2009	16	-50.21%	03/2012	37
美国10年期国债	01/1972	02/2007	02/2009	25	-68.30%	07/2012	41
美国10年期国债	01/1972	07/1979	09/1981	27	-20.97%	07/1982	10

图 7：战争对黄金价格影响不明显

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

所以我们在投资组合里应该怎么理解黄金呢？

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危机来临的时候，黄金可以起到一定的避险作用，但这并不意味着它在危机时价格一定会涨。

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。所以要不要在组合里加黄金，更多是偏好问题，而不是对与错。

大宗商品

和黄金情况有点类似的是另一个资产品类——大宗商品。

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、金属和农产品三大类。

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，后面的课程我会介绍具体的方法。

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。

资产类别	起始日期	结束日期	最大回撤	回撤时间 (天)	回撤幅度 (%)	回撤后的收益 (%)	回撤后的收益 (%)
标普500指数	01/1972	11/2007	02/2009	16	-50.21%	03/2012	37
美国10年期国债	01/1972	02/2007	02/2009	25	-68.30%	07/2012	41
美国10年期国债	01/1972	07/1979	09/1981	27	-20.97%	07/1982	10

图 7：战争对黄金价格影响不明显

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

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，黄金总体回报率在6.9%左右，而大宗商品是

资产类别	起始日期	结束日期	最大回撤	回撤时间 (天)	回撤幅度 (%)	回撤后的收益 (%)	回撤后的收益 (%)
标普500指数	01/1972	11/2007	02/2009	16	-50.21%	03/2012	37
美国10年期国债	01/1972	02/2007	02/2009	25	-68.30%	07/2012	41
美国10年期国债	01/1972	07/1979	09/1981	27	-20.97%	07/1982	10

图 7：战争对黄金价格影响不明显

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

所以我们在投资组合里应该怎么理解黄金呢？

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危机来临的时候，黄金可以起到一定的避险作用，但这并不意味着它在危机时价格一定会涨。

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。所以要不要在组合里加黄金，更多是偏好问题，而不是对与错。

大宗商品

和黄金情况有点类似的是另一个资产品类——大宗商品。

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、金属和农产品三大类。

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，后面的课程我会介绍具体的方法。

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。

资产类别	起始日期	结束日期	最大回撤	回撤时间 (天)	回撤幅度 (%)	回撤后的收益 (%)	回撤后的收益 (%)
标普500指数	01/1972	11/2007	02/2009	16	-50.21%	03/2012	37
美国10年期国债	01/1972	02/2007	02/2009	25	-68.30%	07/2012	41
美国10年期国债	01/1972	07/1979	09/1981	27	-20.97%	07/1982	10

图 7：战争对黄金价格影响不明显

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

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，黄金总体回报率在6.9%左右，而大宗商品是

资产类别	起始日期	结束日期	最大回撤	回撤时间 (天)	回撤幅度 (%)	回撤后的收益 (%)	回撤后的收益 (%)
标普500指数	01/1972	11/2007	02/2009	16	-50.21%	03/2012	37
美国10年期国债	01/1972	02/2007	02/2009	25	-68.30%	07/2012	41
美国10年期国债	01/1972	07/1979	09/1981	27	-20.97%	07/1982	10

图 7：战争对黄金价格影响不明显

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

所以我们在投资组合里应该怎么理解黄金呢？

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危机来临的时候，黄金可以起到一定的避险作用，但这并不意味着它在危机时价格一定会涨。

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。所以要不要在组合里加黄金，更多是偏好问题，而不是对与错。

大宗商品

和黄金情况有点类似的是另一个资产品类——大宗商品。

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、金属和农产品三大类。

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，后面的课程我会介绍具体的方法。

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。

资产类别	起始日期	结束日期	最大回撤	回撤时间 (天)	回撤幅度 (%)	回撤后的收益 (%)	回撤后的收益 (%)
标普500指数	01/1972	11/2007	02/2009	16	-50.21%	03/2012	37
美国10年期国债	01/1972	02/2007	02/2009	25	-68.30%	07/2012	41
美国10年期国债	01/1972	07/1979	09/1981	27	-20.97%	07/1982	10

图 7：战争对黄金价格影响不明显

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

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，黄金总体回报率在6.9%左右，而大宗商品是

资产类别	起始日期	结束日期	最大回撤	回撤时间 (天)	回撤幅度 (%)	回撤后的收益 (%)	回撤后的收益 (%)
标普500指数	01/1972	11/2007	02/2009	16	-50.21%	03/2012	37
美国10年期国债	01/1972	02/2007	02/2009	25	-68.30%	07/2012	41
美国10年期国债	01/1972	07/1979	09/1981	27	-20.97%	07/1982	10

图 7：战争对黄金价格影响不明显

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

所以我们在投资组合里应该怎么理解黄金呢？

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危机来临的时候，黄金可以起到一定的避险作用，但这并不意味着它在危机时价格一定会涨。

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。所以要不要在组合里加黄金，更多是偏好问题，而不是对与错。

大宗商品

和黄金情况有点类似的是另一个资产品类——大宗商品。

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、金属和农产品三大类。

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，后面的课程我会介绍具体的方法。

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。

资产类别	起始日期	结束日期	最大回撤	回撤时间 (天)	回撤幅度 (%)	回撤后的收益 (%)	回撤后的收益 (%)
标普500指数	01/1972	11/2007	02/2009	16	-50.21%	03/2012	37
美国10年期国债	01/1972	02/2007	02/2009	25	-68.30%	07/2012	41
美国10年期国债	01/1972	07/1979	09/1981	27	-20.97%	07/1982	10

图 7：战争对黄金价格影响不明显

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

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，黄金总体回报率在6.9%左右，而大宗商品是

资产类别	起始日期	结束日期	最大回撤	回撤时间 (天)	回撤幅度 (%)	回撤后的收益 (%)	回撤后的收益 (%)
标普500指数	01/1972	11/2007	02/2009	16	-50.21%	03/2012	37
美国10年期国债	01/1972	02/2007	02/2009	25	-68.30%	07/2012	41
美国10年期国债	01/1972	07/1979	09/1981	27	-20.97%	07/1982	10

图 7：战争对黄金价格影响不明显

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

所以我们在投资组合里应该怎么理解黄金呢？

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危机来临的时候，黄金可以起到一定的避险作用，但这并不意味着它在危机时价格一定会涨。

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。所以要不要在组合里加黄金，更多是偏好问题，而不是对与错。

大宗商品

和黄金情况有点类似的是另一个资产品类——大宗商品。

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、金属和农产品三大类。

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，后面的课程我会介绍具体的方法。

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。

资产类别	起始日期	结束日期	最大回撤	回撤时间 (天)	回撤幅度 (%)	回撤后的收益 (%)	回撤后的收益 (%)
标普500指数	01/1972	11/2007	02/2009	16	-50.21%	03/2012	37
美国10年期国债	01/1972	02/2007	02/2009	25	-68.30%	07/2012	41
美国10年期国债	01/1972	07/1979	09/1981	27	-20.97%	07/1982	10

图 7：战争对黄金价格影响不明显

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

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，黄金总体回报率在6.9%左右，而大宗商品是

资产类别	起始日期	结束日期	最大回撤	回撤时间 (天)	回撤幅度 (%)	回撤后的收益 (%)	回撤后的收益 (%)
标普500指数	01/1972	11/2007	02/2009	16	-50.21%	03/2012	37
美国10年期国债	01/1972	02/2007	02/2009	25	-68.30%	07/2012	41
美国10年期国债	01/1972	07/1979	09/1981	27	-20.97%	07/1982	10