

《有效资产管理》笔记

笔记：

风险和收益是无论如何都是分不开的，不要期望在获得高收益的同时还能享有低风险，不要在厌恶低回报的同时还渴望资产具有安全性。

风险资产的持有期越长，遭受严重损失的概率就越低。

资产或投资组合的风险是可以度量的。最简便的方法是计算出各个时期收益的标准差。

那些不关注投资的历史记录的人将会屡次犯错。人们应该仔细研究投资收益和风险的历史数据。存续期足够长（通常超过20年）的资产投资数据对预测该资产未来的收益和风险很有帮助。此外，估算由该资产组成的投资组合未来长期收益和风险也是可以实现的。

将你的投资组合分布于几种不相关的资产，这样可以在提高收益的同时降低风险。

如果两种资产有着相似的长期收益和风险，并且不是完全相关，那投资于这两种资产的固定比例、定期调平的投资组合不仅能降低风险，事实上也能增加收益。你已经知道是两种资产的不完全相关性造成了风险的降低，一种资产表现差劲很可能伴随着另一种资产表现卓越，从而减轻了你的损失。收益的增加同样可以归类于这种现象：如果一种资产表现卓越而另一种表现差劲，那么调平规则会要求你卖出一些优质资产（高卖）来买入更多差劲资产（低买）。没有调平规则就无法获得本例中的超额收益。

如果两种相关性很小的资产拥有相似的收益和风险，那最合适的比例大致为50/50。

资产配置策略中存在着很多误差。如果你的比例比事后发现的最优组合低了10%~20%，你应该也不会亏得太多。像我们将要看到的一样，毫无畏惧地坚持你的资产配置策略要比挑选“最好的”配置策略重要得多。

真实的资产几乎总是不完全相关的。换句话说，一种资产获得超额收益可能会使另一种资产也获得超常收益。

分散化投资的最大收益是在各个资产不相关时获得的。资产的相关性这个概念是投资组合理论的核心——相关性越低，投资组合的市场表现就越好。

将你的投资组合分散化投资于几种不相关的资产中可以降低风险并增加收益。你必须通过定期调平你的投资组合来获得增加的收益。

回忆一下伯纳德·巴鲁克的经典名言：每个人都知道的事情是不值得知道的。

有效边界的关键在于：它是虚幻的，就像几分钟前你头顶的云彩组成的蒂莉姨妈的图像一样转瞬即逝。再次提醒你，如果有人告诉你他知道有效边界在哪里，那请你立刻转身尽快离开他。

组合定期再平衡的重要性：

到此为止我们所有关于投资组合的讨论都围绕着一个假设：在每年的年末，投资者将投资组合的配置比例调回到目标值。如果某种资产的表现格外好，它在组合中的比例将会升高；因此，足够数量的该资产必须被卖出并再投资于表现差的资产，从而使组合的比例回到目标值。这种目标比例被称作“资产配置政策”。你不应该低估完成这个过程所需要的纪律和耐心，因为这个过程意味着你要做出与投资界大多数甚至全部专业人士完全相反的决策。我的一个心理学家朋友指出，总是与大众做出相反的举动是成长为“逆向投资者”的有效方法。你将必须卖出人们喜欢的资产并买入他们所厌恶的资产。你只需要记住，最好的买入时机在产生前都经历了几年难以忍受的熊市，比如1974年的美国股票和1970年的日本股票。但要事先提醒你，在市场底部进行投资的感觉是很奇特的，就像把钱扔进老鼠洞里一样。

个人投资者的优势：

个人投资者总认为他们与那些掌管大笔资金，并能接触到复杂且及时分析工具的专业人士相比处于劣势。这与事实相差甚远。个人投资者比大型机构投资者有着三点绝对优势：

(1) 个人投资者可以独立自主地调平他们的投资组合，不用担心客户会因为他们购买表现差的资产而恼火。一个经常被引用的比喻是将成功的投资比作在单行道上驾车逆行。你开着自己的车都不容易做到，当你作为一辆劳斯莱斯的司机，载着一位路上不停抱怨坑坑洼洼的马路和可能发生碰撞的车主时，就更不可能逆行了。

(2) 个人投资者可以投资小型公司股票。大型机构投资者手中的巨额资金使其止步于小型公司股票。你可以买一些交易量很小的小型公司股票，然后在价格过高之前卖出以获得合理的收益。

(3) 你在业绩糟糕时不会被炒鱿鱼。

向债券组合中加入少量股票事实上可以在增加收益的同时略微降低风险。即使最厌恶风险的投资者也应该在投资组合中持有一些股票。

向股票组合中加入少量债券会显著降低风险，而收益仅会略微减少。

短期债券（期限为6个月至5年）比长期债券更适合作为“风险稀释”的工具。

你需要向小型公司股票组合中加入更多债券以便能达到与大型公司股票组合相同的风险水平（例如，50/50比例的小型公司股票与债券组合和75/25比例的大型公司股票与债券组合的风险水平相同）。

注意近因效应，不要过分相信那些收益率数据不足二三十年的资产。尽管外国股票和小型公司股票最近表现不佳，它们仍然应当在你的组合中占据一席之地。

定期将你的投资组合调平到你的资产配置政策上来。这将增加你的长期收益并巩固你的投资理念

有效的分散化投资可以在增加收益的同时降低风险。要想通过有效的分散化投资来实现利润最大化，就必须定期调平组合比例至目标值，也即“政策性配置”。从情感上讲，这通常很难实现，因为它总是要求投资者与整个市场背道而驰。

由于未来无法预测，我们无法提前确定最好的资产配置是怎样的。但我们的工作去寻找一种在尽可能多的情形下都能取得相当不错业绩的资产配置。

在任何情况下都能坚守住你的目标资产配置要比挑选正确的资产配置重要得多。

有效分散化的投资组合并非免费的午餐，它并不能消除风险。经济灾难无关国界，1929～1932年和1973～1974年的灾难席卷了所有市场，国与国之间只有损失大小之分。马科维茨的均值—方差分析法告诉我们，如果每一种资产的标准差为20%，那两种完全不相关（零相关性）的资产构成的组合的标准差为14.1%，四种相互无关的资产构成的组合的标准差为10%。在现实中几乎不可能找到三种以上相互无关的资产，因此通过分散化只能降低1/4～1/3的风险，不要奢望更多了。

理性的投资者会像处理外国股票与本国股票的问题一样来处理大型公司股票和小型公司股票的难题。

第一，远离近因效应——别被过去10年里国内股票战胜外国股票或大型公司股票战胜小型公司股票的现象所蒙蔽。如果这些是事实，那未来十年很可能会出现相反的结果。

第二，用大型公司股票和小型公司股票来对冲你的“赌局”的风险，你应该持有国际股票市场中的“四个关键部分”：国内大型公司股票、外国大型公司股票、国内小型公司股票和外国小型公司股票

我们总算准备好配置你的资产了。你必须依次回答以下三个问题：

(1) 我想持有多少种不同的资产形式？

(2) 我的投资组合保守程度如何？

(3) 我愿意承担多少风险？

我建议即使最激进的投资者也应持有25%左右的债券，中等激进的投资者持有50/50比例的股票和债券，保守的投资者持有30%的股票和70%的债券。

重申一下，你的投资组合的激进程度表现为整个组合中股票与债券的比例，而并非你持有哪几种股票，因为各种股票在风险水平上是相似的。

任何技术都不可能预测未来最优的投资组合。

在长期中，充分分散化的国际大型公司股票和小型公司股票构成的组合有着令人满意的收益—风险特征。

准确的资产配置比例取决于三个因素：对标准普尔500指数的跟踪误差的容忍度，希望持有的资产种类数目，以及对风险的承受能力。

无论投资者拥有多少资金，都可以分为两种投资者：一种是不知道市场走势的人，另一种是虽然不知道但却以为他们自己知道的人。所有市场的投资者都是如此，无论是股票、债券、路易十四扶手椅还是五花肉市场。另外，事实上还存在着第三种类型的投资者——专业投资者，他们很清楚自己对市场走势一无所知，但他们却要不懂装懂地来维持生计。

无论是业余网球还是专业投资，成功的关键都是避免损失而非追求获胜。投资时最容易失败的例子就是频繁交易导致成本高企。

最彻底的规避损失的策略是简单地买入并持有整个市场，也就是说，指数化。

对于大市值基金，这意味着指数型基金将会带来1.6%的额外收益，也即一个标准差的超额收益，即指数型基金会击败84%的主动型基金。拥有3.2%优势的小市值基金或外国股票的指数型基金在25年中将会击败97%的主动型基金。拥有更高几个百分点的新兴市场指数型基金将会击败所有同类的主动型基金。

当一种资产表现出色时，对应的指数基金会表现得更加出色。

皮斯卡塔克咨询公司研究发现，在1987~1996年间美国最大型的养老基金中只有8%事实上战胜了60/40比例的股票/债券指数化投资组合。

现在，很容易理解为什么全美国专业基金经理共同努力都无法战胜市场：因为他们就是市场本身。

令人惊讶的是，坎贝尔等人没有发现任何关于个股趋势效应存在的迹象。换句话说，那些时刻紧盯股票价格走势的投资者们看样子是在浪费时间。但最近关注基金价格走势可能会有点用处，坎贝尔等人解释说这个明显的悖论是因为在大型公司股票和小型公司股票之间存在着高度显著的“交叉自相关性”，即大型公司股票的涨跌通常会伴随着小型公司股票的涨跌。

不要频繁调整你的组合。

只在资产的平均自相关性小于或等于零时进行调平。在现实中，这意味着每年最多调平一次。

基金经理的选股技能不具有持续性。

没有人能完全做好市场时机选择。

用过去的表现来选择基金经理是无效的。

最理性的投资股票的方法是使用低成本的被动式管理工具，如指数型基金。

本杰明·格雷厄姆说过的话，短期中市场可能是投票机，但在长期中它是称重机，它所称的是

利润大小。

任何股票资产的收益率都可以分为以下四种：

无风险利率，即货币的时间价值。通常以短期国库券利率表示。

市场风险溢价。指暴露在股市风险中所获得的额外收益率。

规模溢价。指持有小型公司股票所获得的额外收益率。

价值溢价。持有价值股所获得的额外收益率。

股票的长期收益率近似等于股息收益率与利润增长率之和。当前的股息收益率是1.3%，利润增长率的历史数据大约为5%，加总起来可得到目前股票的期望收益率是6.3%。因此，为了证明当前股票价值的合理性，你必须假设利润和股息的当前增长幅度要比过去的幅度高。

动态资产配置是指根据市场情况的变化而改变你的政策性配置的可能性。

坚守固定的政策性配置并定期调平是很困难的。一般人需要花很多年来适应这个策略，很多人因此失去了坚持到底的勇气。你在学会驾驶教练机之前不可能掌控喷气式战斗机；类似的，你不应该在掌握固定资产配置策略前就去尝试动态资产配置策略

偶尔将你的配置改变成股票价值估计的相反方向并不是什么坏主意。

动态资产配置之所以受到不公正的指责，是因为大多数投资者都会受政治经济环境的影响而改变他们的配置。我们已经说过，这是一种失败的方法。我的观点是，根据纯粹的市场估值来改变资产配置很有可能会增加收益。调平需要勇气和决心，过度平衡则更需要这两种稀有的品质。无论散户还是机构投资者，很少有人能对此驾轻就熟。

格拉底告诉我们，“混沌的人生不值得过”。对于当代投资者来说，自省的缺失对钱包和灵魂是一样有害的。

公司的股票通常表现出色，而好公司的股票通常则表现差劲。价值投资可能会带来最高的长期收益。

时刻微调你的资产配置是允许的，只要你按照与估值变化相反的方向进行微调即可。

最后的建议：

(1) 风险和收益是不可避免地纠缠在一起的。不要期望能从安全的资产中获得高收益；投资于历史上曾带来高收益的资产很可能会给你造成惨重损失。

(2) 那些不以史为鉴的人注定会重蹈覆辙。要对不同类别的股票和债券的长期历史表现有所了解。那些不了解历史的投资者是失败的投资者。

(3) 投资组合与构成组合的各个资产的表现是不同的。一个安全的组合不一定要剔除掉高风

险的资产，过度依赖安全的资产反而可能会增加整个组合的风险。即使最追求安全性的投资者也会持有一定数量的风险资产，由“安全的”大型公司股票组成的投资组合往往要比由有风险的小型公司股票和现金组成的组合有更低的收益和更高的风险。

(4) 给定的风险程度，有一种投资组合会带来最高的收益。这个组合处于资产配置的有效边界上，不幸的是它的具体位置只有在事后才能知道，投资者在事前找到有效边界的愿望是不可能实现的。聪明的资产配置者要找到在多种情况下的市场表现都能接近目标值的资产配置比例。广泛包含美国国内和国外的大型公司股票和小型公司股票，并同时包含各种股票资产所对应债券的组合，似乎是最好的选择。

(5) 关注投资组合的整体表现，而不是其中某些组成部分的表现。投资组合中总会有一小部分亏损严重，但这对你整个组合的表现仅仅有非常微弱的影响。

(6) 要认识到调平的好处。对资产价格下跌的正确反应是买入更多该种资产，对资产价格上涨的正确反应则是卖出一部分该种资产。调平只是将这种策略规范化的一种形式。市场的持续下跌会使调平看起来只是在浪费资金，但资产价格最终总会扶摇而上，你会因为你之前的耐心而收获丰厚的回报。

(7) 市场比你聪明，也比专家聪明。要知道即使停止的钟表一天中也有两个时点是正确的。甚至最笨的分析师偶尔也会选到一只好股票，并很快会因此受到路易斯·卢凯瑟的采访。没有人能永远正确地预测市场的走势。在长期中几乎没有哪个基金经理可以战胜市场，那些在过去做到的人不太可能在将来还会继续保持不败战绩。不要随大流，那些追随着象群奔跑的人最终都被踩扁了。

(8) 要了解证券价格的贵贱。注意留心市场估值。只有在证券价值变化时才应该改变你的政策性配置，并且这种改变应该向着资产价格变动的反方向进行。市场的历史教导我们，经济和政治因素对市场价值的预测是毫无用处的，当市场处于暗淡无光的萧条时期是购买资产的最佳时期。

(9) 好公司的股票通常表现较差，差公司的股票通常表现较好。在挑选股票和基金时要以“资产价值”为导向，估算资产价值的最好方法是市净率。

(10) 在长期中很难战胜低费用的指数型基金。尽可能将你的投资指数化。债券型基金的费用应该低于0.5%，美国国内股票基金的费用应该低于0.7%，外国股票基金的费用应该低于1%。

作者网站：

有效市场边界：<http://www.efficientfrontier.com/>

推荐书籍：

《有效资产管理》

《漫步华尔街》

《共同基金常识》

《资产分配》 吉布森

《全球投资》 吉布森

《投资的头号法则》

《新金融学：有效市场的反例》

《价值评价策略》

《聪明的投资者》

《华尔街日报》

《资产组合选择》-哈里·马克维茨

《股票、债券、票据与通货膨胀》