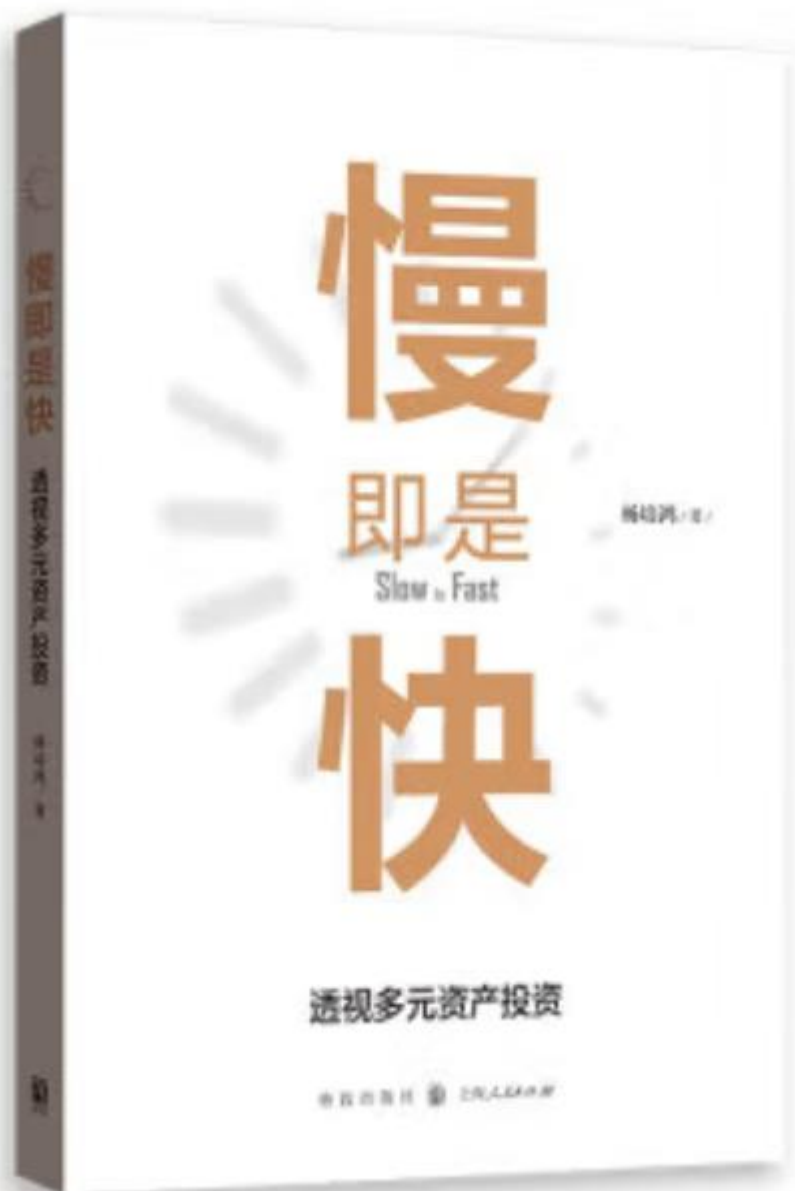




【1】慢即是快 1：如何搭建一个多元资产配置？

各位书友大家好，欢迎做客老齐的读书圈，今天我们找来一本做 FOF 资产配置研究的书，叫做慢即是快，作者是杨培鸿，原来在社保基金理事会任投资经理，后来又去了易方达基金，如今在容光私募负责 FOF 基金的运作，他多年来一直在研究多元资产配置，在这本书里，也能给我们的投资带来一定的思考。这本书写的比较学术，所以一般的朋友可能看起来不那么顺畅，这就很有必要老齐给大家翻译一下。

多元资产配置，其实定位十分清晰，就是以目标为导向的一个解决方案，追求的是稳健长期收益，而并非是一夜暴富，所以做这种配置的，就不要再去看，为什么涨幅不如谁谁谁，不如他们就对了。投资市场最典型的特征就是盈亏同源，暴涨之后一定会有暴跌，而我们要解决的问题是控制回撤，所以就必须先控制涨幅做起。

最近 20 年，多元资产配置，已经越来越深入人心，作者提供数据，2001 年初才 1000 亿美元的规模，2018 年底已经是 3 万亿美元规模了，年增速达到了 20%，规模暴涨的时间点，刚好和 2008 年金融危机之后吻合，尤其是 2013 年之后，美联储缩表，市场波动更大，大家追求稳定回报的心情也就更

加迫切了。

所谓多元化资产策略，其实就是原来的平衡型策略，最经典的就是股 6 债 4 的组合，既考虑了长期增长的需要，又考虑了稳健，有 40% 的债券，足以应对一般的市场风险。这个东西大多数时候都是攻守兼备，但是在特殊时期，却表现不佳，比如 70 年代的大通胀之下，股债双杀，而在 2008 年的金融危机的时候，股 6 债 4 的组合回撤幅度也高达 34%，虽然低于指数的 50%，但是 3 成跌幅也足以令投资者心态崩溃。这就说明，平衡策略，依旧是有缺陷的。

有不少资产管理人，都对平衡型配置做了改进，加入了战术性元素，有人用黄金，有人用衍生品，目的就是要在熊市里面，对冲下跌，并且跑出一些绝对收益。后来衍生出了一套，全球战术资产配置，GTAA 策略，也就是把全球主要股票市场做配比，然后债券也要分发达国家和新兴市场，然后还要配房地产和风投，所以可想而知，他的投资标的大比例的分散掉了，但这套策略生不逢时，他出现在了 80 年代美国大牛市当中，由于对股票持有不足，所以收益不怎么样。直到互联网泡沫破裂，投资者遭遇巨大损失之后，全球战术资产配置，才重新获得青睐。

一开始的配置，基本就是股票和债券的选择，所以其实本质就是择时，但随后资产越来越分散，国内股票的占比也越来

越低，择时的必要性也就越来越小了。

多元资产策略，通常都是要先做收益和风险的测算的，也就是说，未来要承担什么波动，拿到什么回报，其实在投资之前就能够算的明白的，通常都是用底层资产的贝塔来计算收益，举个例子比如持有股票 60%，债券 40%，那么股票的长期回报就是年化 10%，那么你这部分的贝塔收益就是每年 6%，而债券年化回报只有 4%左右，那么也就能贡献每年 1.6%的回报，这样股 6 债 4 的组合，回报只有 7.6%，当然现实中可能会略强一点，如果要做再平衡，能够增厚 1 个点的业绩，如果不做再平衡，股票越涨占比就会越高，所以也会拉升长期业绩，所以股 6 债 4，最后应该能到 8.5-9.5%，问题不大，比只持有股票，应该差不太多，但回撤和波动要小很多，这个后面会有具体的数据分析。

那么风险怎么衡量呢，作者说，也是 3 个指标，期望波动率，尾部风险，特异性风险，期望波动率就是业绩稳定性，尾部风险，说的是在极端情况下，最大回撤的控制，这是最重要的一种风险，一般老齐用股市极端情况下回撤 50%来计算。特异性风险，就是组合里面，没有被覆盖的个股或者主题投资等等，比如你拿了沪深 300，但还拿了一定量的宁德时代，沪深 300 最大跌幅可以按照 50%计算，那么宁德时代呢？50%恐怕就控制不住。

每个组合都有业绩比较基准，比如最常见的，平衡型产品，用的是 6040 的业绩基准，但也可以根据管理人对资产的细分，比如风格，债券种类等等带来更多地溢价。一般情况下，平衡性组合，波动率在 10%，相当于股票风险的三分之二，但他的尾部风险较大，也就是说，在股票市场遭遇极端情况下，那么回撤就会变得很大。

国际上来看，先锋领航威灵顿基金，是历史最久远的平衡产品，已经到现在 90 年了。从 76 年以后的数据表现来看，年化回报 8.6%，与标普 500 指数持平，风险是 10.55%，大约是普 500 的三分之二，最大回撤是 32%，也远低于标普 500 的 52%。从风险贡献来看，90%来自于股票资产，债券基本上没啥波动，随着美国十年期国债，不断走低，债券也是不断走高的。

债券在一个资产里最大的作用，就是降低组合的波动率，股债相关系数越低，分散化效果就越是明显。以咱们的沪深 300 指数和中债 7-10 年指数来说，沪深 300 的年波动率在 24%，而中债是 3.8%，所以你想要什么样的波动，就在里面添加多少债券，比如我想要把波动控制在 6%以内，那么就要加入 80% 的债券， $3.8\% \times 80\% = 3.04\%$ ， $24\% \times 20\% = 4.8\%$ ，两个加起来波动率就是 7.84%，但是，股债之间还有不相关性，所以还要扣除掉一点，整个组合的波动率就降到了 5.68%。这样极端情况

下，也不会打穿你的心理预期。当然股债相关性，也是在不断变化的，所以作为一个组合的维护，我们也要关注这种变化，如果股债相关性进一步降低，那么其实我们是可以加大一点股票配比的。比如之前老齐给大家讲的，在衰退周期的后期，股债双杀之后，利率已经降到了很低的水平，债券牛市回归，而股票还在熊市当中，这种情况下，我们为了得到同样的波动率，可以加大股票的配比。此时增加股票，只会增加未来的收益，不会提升风险。

有一些机构是做绝对收益策略的，这个策略很吸引人，也就是说，任何时间点都能赚钱，但是其实很让人失望。因为绝对收益意味着把所有资产的贝塔风险都对冲掉，就剩下绝对收益，这非常困难，而且绝对收益也所剩无几，长期回报反而比较低。所以后来大家又不喜欢这东西了，开始还是倾向于对市场做出一定的预测，至少也要在资产之间，进行一定的腾挪。

还有一种绝对收益，是以时间为维度的，也就是说，在一段时间之内达到目标就可以了，一般就是现金+5%，或者通胀率+3%，周期通常在5-15年，也就是一轮市场牛熊之下，实现这个目标，还是相对简单的。作者列出一个公式，对冲的基本思路就是，现金回报+阿尔法+购买看涨期权+卖出看跌期权，不过，目前全球已经进入了负利率时代，这也就意味

着绝对收益策略的回报，未来会越来越低。所以这种绝对收益策略其实并不太靠谱，相当于主动放弃了成长。

有人也习惯于买入看跌期权，相当于给组合提供了下跌保护，如果市场下跌，那么看跌期权就会产生收益，但作者说这个也不可取，因为市场是在不断地上涨的，所以持有看跌期权，会产生较大的损失，甚至反而让你的波动率增加了。他做了一个实验，长期持有卖出看跌期权，负负为正吗，相当于就是做多了，结果年化回报率比标普 500 指数还高，回撤也比标普 500 小的多，也就是说，出售下行保护，会取得更好的收益，那么持有下行保护，效果就刚好相反。这点老齐基本赞同，绝大多数的时候，我们是不需要保护的，承担一定的波动，会取得更好的回报。但是特殊情况之下，有时候还真得买点保险才行。

老齐多说一句，对于期权来说，其实波动率就代表着收益，隐含波动率往往要大于实际波动率，简单来说就是，卖出看跌期权的人，在大多数的时候都会从买入看跌期权的投资者那里得到差价。大家如果还不理解，想想保险公司，他们为什么能够敢于承保，就是通常情况下，出保的费用，要低于投保的费用。

之所以用现金+5%的收益率作为目标，是因为美国股市相对于债市的超额回报差不多就是 6%左右，再加上可能不是满仓，

所以大家也就都用到了现金+5%这个目标，他还是比较切合实际的，牺牲了很小的回报，换来的是波动率的大幅下降。所以会比较受到市场欢迎。明天我们结合一个具体的绝对收益策略，来看看他们到底是怎么操作的，取得了什么样的效果。

内容仅供参考

【2】慢即是快 2：绝对收益策略和风险平配策略

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续讲这本书，慢即是快，昨天说到了绝对收益策略，作者举了个例子，标准人寿的绝对收益策略，他就是滚动 3 年的周期内，产生现金+5%的绝对收益，他是一款，方向性绝对收益策略，最大的优点就是回撤控制很强。在金融危机爆发的时候，他也只回撤了 8%。不过收益不太理想，2006-2019 年的数据显示，年化收益率只有 4.82%，高于全球股票的 3.73%，但是低于全球债券的 4.55%。也就是说，如果你选择这个策略产品，在这 13 年的时间，其实还不如去买债券划算。当然，人不是神，不可能有前后眼，在保有获得更大收益希望的情况下，拿到一个债券的年化回报，其实也说明这个策略足够优秀，只是生不逢时。赶上了这 13 年全球股市表现不佳。主要就是因为 2008 年，全球很多股市回撤过大。

这种策略，最大的挑战在于，如果股票市场上涨，主要是单因子驱动，那么他一定是跟不上的，肯定会造成股票暴露不充分。业绩大幅跑输。比如很多管理公司在 96 年就不看好美股了，结果一路降低仓位，造成了极大的业绩压力，甚至流失了 40%的客户。这种极端的行情，其实是对价值投资，组合投资最大的伤害。老齐未来可能也会面临这种情况，所以

我最怕的其实不是市场波动和下跌，我最怕的就是市场大涨，一旦大涨，大家的心态也就不能平静了，看到老齐的业绩，完全跑不过其他激进的基金经理，于是就会骂骂咧咧离开，但别忘了 2000 年之前，也有不少人教巴菲特投资的，2000 年之后，这些激进的投资者则损失惨重。所以我们总结，单边大牛市，绝对收益策略一定跑输，但流动性收紧，会从回撤上重新找到优势。后来居上。那么有人说了，能不能人为调整一下呢？那就是另外一套策略了，需要靠人为去进行择时了。栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

下面我们再看看风险平配策略，之前我们教给大家的，更多都是资产比例配置，比如股票占多少，债券占多少，那么这个比例该怎么确定，他背后的逻辑就是风险。作者提供了一个风险平配策略的指数，这个指数的目标就是把波动率控制在 10%，90 年 1 月到 2018 年 8 月，年化收益率是 7.44%，收益率跟股票差不多，但波动和最大回撤都要小的多，桥水基金的全天候策略，其实也是基于风险平配策略，只不过他是基于宏观因子变动的，也就是先用增长率和通胀判断周期，然后在这个周期内，做资产风险的梳理，比如在复苏周期，股票风险较低，就会多配股票，而在衰退周期，股票和债券风险都不小，股 6 债 4 的组合已经不能满足风险平配的需要，于是他就加入了对冲资产黄金。

2016 年是中国 FOF 投资的元年，多元资产投资的概念也越

来越普及，这点老齐也是十分认同，现在管理人们正在摸索中前进，但是还没有人可以提供一个标准化的爆款产品，但其实市场是有需求的，当大家熟悉这种长期配置之后，其实也就避免了快进快出，波段操作，反而可以赚到很多的钱。2022 年，老齐要做的就是争取填补这个空白。其实在长期的范围之内，实现一个稳定的年化 10% 并不困难。这个收益也能让绝大多数投资者满意。甚至不再去做不切实际的幻想。而这个理念，跟多元资产投资的理念，基本是吻合的，往小了说能为千家万户创造稳定的现金流，缓解社会焦虑，往大了说，也会形成稳定市场的力量，成为市场的压舱石。我们换个角度来说，接受这个理念是你唯一的选择，接受这个理念你有 100% 的概率长期获得年化 10%，如果不接受这个理念，你有 90% 的概率长期亏损，5% 的概率收益低于国债，3% 的概率拿不到年化 10%，只有不到 2% 的概率，才会超过这个收益。所以一个是 100% 的 10%，一个是 2% 的假设是 20%，预期回报一比较你就知道了，10% 对 0.4%，这差距差的太大了。傻子都应该知道怎么选。但很遗憾，没有听老齐读书的人，99% 可能都属于傻子。

要想在资产配置上获得更多地回报，其实就需要择时，也就是你得保证自己在股票好的时候买股票，股票不好的时候买债券，作者统计了择时的数据，1991 年到 2019 年，7173 个交易日，1 美元投入标普 500 指数，最后变成了 16.17 美元，

年化收益率是 10.26%，如果错过了最好的 20 天，那么期末资产就变成了 5 美元，年化收益立马腰斩到 5.81%，如果错过了 50 个交易日，大家想想会有什么后果，期末资产只有 1.55，也就是说，你已经没有回报了。所以为啥总在苦口婆心的劝大家，尽量少择时，因为择时的容错概率其实十分的小。50 个交易日，在 7173 个交易日当中，只占了千分之 7，如果换算成一天的时间，86400 秒，千分之 7，大概是 604 秒，相当于 10 分钟。一天当中你错过了 10 分钟，就相当于没有收益了。可怕不可怕？

当然有错过大涨的，就有躲过大跌的，如果你从 1991 年初，1 美元投资标普指数，错过了 100 个最差的交易日，那么到 2019 年会获得 927 美元，收益是买入并持有策略的 57 倍，年化回报达到 27%。国内其实也是一样，2007 年到 2019 年，沪深 300 的年化收益率是 6.86%这个数字并不高，但是如果你错过了最好的 20 天，就直接干成了负收益。而错过了最差的 20 天，那么收益直接就能超过年化 20%。

所以择时是一把双刃剑，而且两面都很锋利。成功的关键在于，抓住上涨，但又能避免下跌。这个就太难了。现实中，如果你总想避开风险，那么很可能就会错失大涨，如果你不想错过大涨，又容易遭受大跌，因为越是到牛市后期，其实大涨的概率就越大。但这个时间点，其实长期风险也会在加剧。相反，越是在底部的时候，跌的也就越快，但长期收益

也出来了。而且，最倒霉的是，波动加大之后，往往大涨大跌还连续出现，前一天大涨，后一天就大跌，这种情况在牛市后期，经常出现。所以你很难精确地把握到每一天。总之，择时的机会成本是巨大的。很容易让你错失重大机会。

威廉夏普做了一个测试，34 年到 72 年，这段时间其实美股涨幅很不错，他假设牛市的时候就持有标普 500，熊市的时候就退出持有国债，假设自己是上帝拥有完美择时能力，最终期年化收益率也不过是 14.86%，略高于标普 500 指数的 10.64%，所以这就告诉我们，即便你是上帝，你也很难利用股债策略，跑出长期超过年化 15% 的回报。要想再拿到更高的回报，就得去精选公司了，就是巴菲特的那套逻辑了。所以这也就是为什么，基金经理们，更倾向于选股，而并非择时。有时候明明看到市场要跌，他们也一动不动，并不是他们不上心，而是择时策略的天花板，要比选股策略低的多。要知道一买一卖才是一次成功交易，所以，你即便有 80% 的精度把握，也就能保证一个盈亏平衡。更别说超额收益了。还有一个统计也很有意思，通常我们认为，能跑赢市场的都是那些做成长的基金经理，但作者说，这种基金往往损失最大，因为他们依赖的判断更多，择时也更多，相反价值型基金，资本加权回报和时间加权回报最为接近，也就是说，择时越少，判断越少的东西，损失越小。另外，所有基金的时间加权回报都低于 500 指数，说明股票型基金，作为一个整

体，其实并没有创造出超额回报，这有费率的拖累，也有主动基金择时选择，降低了效率的因素。A 股也是一样，长期看，主动基金的回报都不低，但是这里面有些幸存者偏差的因素，一些清盘的基金没有计算在内。如果综合算下来，其实股票型基金，并没有跑出优势。

资产轮动尚且如此困难，但很多人竟然还热心于行业轮动，听起来很美妙，如果作对了也确实能带来巨大的回报，但是问题是谁能做的到呢？

正是因为择时极其困难，选股对于大资金来说，又会有巨大的限制，所以多元资产配置成为了唯一选择，特别是社保基金为代表的机构投资者，要做长期资产配置，只能这么做。管大钱和管小钱，完全不是一个思路，有些基金几亿能做的很好，但是做好了之后膨胀到十几亿，甚至上百亿，然后就快速迷失了。所以从这个意义来说，也就告诉我们选股策略，也是不具备可持续性的。即便是巴菲特也一样，当他规模变大之后，长期回报也就跟标普 500 差不多了。明天我们再来讲讲，资产相关性分析。

【3】慢即是快 3：资产的回报来源

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，慢即是快，昨天我们说到了，通过择时获得超额回报是十分困难的，一般资产的回报来源，就三大方面，贝塔，阿尔法和过渡地带，所谓贝塔，就是市场的大类回报和策略回报，阿尔法就是我们选股和择时的能力，得到的超额收益，注意这个超额有可能是正的有可能是负数，甚至绝大多数阿尔法都是负数。至于过渡地带就是另类的风险溢价，有时候我们管他叫做聪明的贝塔，比如一些特殊的策略，像我们常说的高股息率，高 ROE，或者低估值，这些策略，就能够建立很多优势，当然这些优势，都要通过一个很长的时间，才能够体现出来。

国内市场上，也有很多专门捕捉聪明贝塔的基金，作者列了一张表格，比如嘉实基本面 50，华泰柏瑞红利 ETF，华宝标普 500 中国红利，申万沪深 300 价值等等，这些基金规模有大有小，表现也不太稳定，有的时候，短期之内业绩表现不出来，比如嘉实基本面 50 指数,160716，如果从最近 5 年开始算的话，表现还不如沪深 300，特别是 2019 年和 2020 年，连续跑输指数，2020 年这么好的市场，他才只有 2% 的回报。让人大跌眼镜。所以聪明的贝塔，并不代表一直聪明。拉长到 12 年这个周期的话，超额收益是 40%。

另类风险溢价，现在已经是多元资产配置的一个重点元素，因为通过这个，可以获得更多长期的回报，而且他的策略容量也足够，可以支持大资金的买入。不过，其实老齐多说一句的是，随着金融研究的不断加强，这种策略溢价也会逐渐降低。因为买的太多了，大家也都是用这套方法去买，所以就会导致这部分公司价格偏高，那么就会降低长期收益率。所以这种另类风险溢价，一般只适用于熊市。在牛市里面，其实表现不会很好，就像嘉实基本面 50 一样，2020 年可以用非常糟糕来形容。

作者列了个表，有常见的另类风险溢价的收益，期货趋势收益率 5.19%，做空波动率是 9.79%，美国质量 8.43%，全球质量 6.72%，这些其实都很不错。而且他们的波动率都比较小。再加上相关性系数比较低，这些策略，可以成为我们资产配置的有效补充，会让整个组合更加平稳，同时也不丧失收益性。不过作者也提示，另类贝塔，并不是越多越好，他在长期是否一定会产生超额回报呢，其实也缺乏足够的理论支撑。举个例子，我们还拿嘉实 50 说事，按说 5 年时间足够长了吧，这 5 年里面有熊市也有牛市，还有震荡市，但是嘉实 50 并没有跑赢指数。所以他缺乏确定性，那么未来有没有可能 10 年也跑不赢指数呢，当然有可能。所以另类贝塔的超额收益只是大概率发生，但是并不必然发生，虽然长期会发生，但是这个长期有多长，很难确定。

FOF 逐渐在我们这里流行，目前来看，私募股权基金 FOF 和对冲基金 FOF，是两个主要的形态，之所以这样，就是因为业绩差距太大了，比如最好的私募股权基金，年化回报是 30%，而最差的是平均每年亏 7%，相差这么大的情况下，平均数就没啥意义了，所以需要有更专业的力量 and 技能在里面优中选优。相反，像固收这种市场，大家业绩差距很小，基本都是 3-6% 的收益，那么自然也就没必要再花钱请人来帮我们筛选基金了。所以越是鱼龙混杂，差距巨大的市场，就越需要专业的力量。

做组合投资，也需要对整个的宏观有所把握，比如作者列出一张表格，在 1960 年到 2009 年，美国不同资产在不同经济阶段的平均回报，这个还是非常有价值的，时间最长的就是复苏阶段，复苏期价值股表现最好，其次是小盘股，然后是高收益债，房地产，和信用债，最差是现金。

再通胀阶段长度排名第二，你也可以理解为复苏之前，衰退之后，小盘股表现最好，其次是价值股，然后是信用债，高收益债，再次是现金和地产，最差是商品，

第三长的周期是过热期，这个肯定是商品大涨的时候，地产排名第二，价值股第三，然后是小盘股，

最短的就是滞胀周期，这个阶段，小盘股表现最好，其次是商品。

不过老齐对这个统计，也有一定的疑问，他也会受到其他的

一些事情的干扰，可能不光是经济周期在起作用。对于周期的宏观研究，其实就属于定性分析，属于战术打法，这种战术要建立在战略的基础上。可能很多人还理解不了，战略和战术的区别，老齐举个例子，比如我们三大战役，先打东北，封锁锦州，防止国军难逃，再打淮海，打掉徐州这个钉子，最后通过平津战役，让傅作义无心恋战，和平解放北平。这就是战略设计，具体锦州怎么打，徐州怎么打，那都是林彪和粟裕的战术问题。所以西柏坡给的指令就是战略安排，东北野战军和华北野战军军部做出的就是战术安排。

放在大类资产配置当中，几个资产怎么摆，各自摆多少份额，这就是战略配置。需要的是定量研究，具体资产中，配置什么风格，那就是战术配置，需要定性分析。此外还有其他的工作，比如把策略包装成什么产品，封闭不封闭，费率多高，怎么寻找投资者，以及如何选择管理人等等，这些都有相应的制度安排。有些策略是很好的，但是因为产品设计一塌糊涂，最后也还是卖不出去。

作者是社保基金理事会出来的，所以他对于战略资产配置，有很深的体会，主要考虑 3 个要素，回报要求，回报路径，还有投资期限，啥意思，特别是回报要求和回报路径有啥区别？比如过去 20 年，有的公募基金业绩非常好，能够拿到 20% 的年化回报，堪称神级表现，但是他的回报路径波动过大，所以很难有人一直坚守，也就是说，看起来他为投资者赚了

38 倍，但其实几乎没人切实拿到了这个收益。非但没赚钱，有的甚至还亏损了。比如彼得林奇是世界上最好的基金经理，年化回报 29%，但是麦哲伦基金统计，有 6 成投资者还是亏钱的。A 股也是如此，比如朱少醒，2005 年就执掌富国天惠成长，2020 年的时候，号称公募收益之王，年化回报最高的基金经理，但是 2021 年初到 2022 年初，基金回撤幅度达到 21%。所以这就告诉我们，再好的基金，也会有回撤，盈亏同源，要想要超额业绩，就必须忍受一定的波动。但返过来说，恰恰是这个波动，让很多人，不但没赚到钱，还赔了很多钱。大家可以想象一下，如果股市跟国债一样，每年 10%，一直往上涨，绝大多数投资者，都会赚钱赚的很舒服，但股市他偏偏就是进三步退两步，这让很多人心态产生了波动，总想只进不退，结果却搞成了只退不进。而我们做多元资产配置的目的，就是要把股票投资，还原回去，实现每年稳定的 10%，即便不可能做到每年 10%，那么我们也争取做到 3 年 30%，或者 5 年 50%。把时间拉长，其实我们的回报承诺是可以做到的。时间越长，反而越容易确定。比如 10 年翻一倍几乎是确定的，因为即便是震荡市，指数 10 年不涨，那么这 10 年的低点到高点，他也一定会有一倍的空间。

西格尔教授一直说，股票风险被高估了，长期范围内，股票的风险，甚至低于短债。他在股市长线法宝里说，如果将时间拉长到 50 年范围，扣除通胀之后，股市的长期回报就是

6.6%，所以对于一个管理人来说，他要考虑的就是多少回报，多少波动，目标期限，而对于一个投资者，你也要考虑，自己的实际需求，多少收益，我的钱多久不用，能承受多大的回撤。这里面最容易出问题的就是最大回撤，一般人都有盲目自信，认为自己能承受 50% 的回撤，但其实 20% 已经慌得一比了。所以这块最好谨慎，你认为自己能承担的最大回撤，要除以 2 来处理。这就是人性。

当我们有一个明确的目标之后，就可以倒推资产策略了，比如我只要 9-10% 的年化回报，承受波动 20% 以内，投资期限 5 年，那么其实对我来说股 6 债 4 的组合就是最合适的。有些人可能只需要 6-8% 的回报就够了，那么你其实股 3 债 7 就可以实现了。完全没必要去承受过量的风险和波动。当然这只是多元资产配置的第一步，也就是我们说的战略分析，之后还有很多工作，比如要看是市场估值，还要看超额收益来源。这些战术定性分析，也会让我们的收益率发生根本不同。从而影响我们的配置决策。咱们明天接着讲。

【4】慢即是快 4：把战略性配置做好！基础回报就有了

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，慢即是快。昨天我们讲到了第一步，根据我们的实际需求，先完成战略性分析，也就是你大概要怎么配置你的资产，要先确定出一个比例。

接下来，就要看估值和周期了，不同的估值，其实未来的年化预期回报是不一样的。比如标普 500 指数 100 年的数据来说，估值最低的 10%，那么未来 1 年的预期回报甚至能到 20%，未来 3 年能有 14%，未来 5 年能有 13%，未来 10 年达到 10% 没问题，但如果在估值中位数，也就是 50-60% 这个区间那么未来的预期回报就直线下降，未来 5-10 年，可能也就只有 5-6% 左右的回报。那么如果是最高的 10% 的区间呢，也就是 28 倍 PE-44 倍 PE 之间，那么长期回报甚至是负数，也就是说，10 年可能都赚不了钱。所以我们做资产配置的时候，不是静态的，而是要动态起来去看。到底处于什么水平，这决定了你未来的回报。

当然也决定了你的风险，同样还是标普 500 的数据，最低的估值档位，未来 10 年的平均回撤，也就只有 14.56%，如果要在估值最高的 10%，那么回撤幅度平均就是 23%。所以估值不一样，风险和回报都不一样，低估值之下，才有低风险

高回报，相反，高估值之下，基本就是高风险低回报了，那么对于高风险低回报的资产，肯定是要尽量少配的。

所以，资产配置并非是一针就好，并不是任何时候都是用的，比如国际上最著名的 60-40 策略，60% 投股票，但是如果市场高点去进行这个配置，那么年化回报也是非常低的。即便你不断地再平衡，也很难让收益回正。所以作者认为，应该以固定的频率去评估组合，看看该组合现在在什么估值点位上，未来的预期收益率是多少，如果未来的预期收益率明显降低，风险明显增加，那么就要降低权益资产的配比。老齐也通常是这么做的，而且对市场估值这个数据，要进行每周追踪，当市场估值明显提升或者下降之后，都要重新启动对于组合的评估，并审视未来的风险收益，是否还能够满足组合的目标。未来目标和已经完成的目标，通常都是相对的，未来预期减弱的时候，通常我们已经赚了很多钱了，那么这时候就要考虑是不是要锁仓，相反未来预期明显增强的时候，肯定是遭遇了市场大幅下跌，那么我们的组合也会回撤遭遇了损失，那么就要考虑是否加大权益资产投入，追回损失。资产配置其实就是将风险分散，让他们相互对冲，从而把收益率变得更加平稳，大家都管这个叫，分散化是免费的午餐，但是分散化也绝不是越多越好，根据数据显示，在资产数量从 1 个增加到 8 个的时候，收益风险比迅速上升，也就是要么提高收益，要么降低风险，但是在从 8 个往上加的时候，

基本上就不会再升了。也就是说收益风险比的改善是有极限的。对个股的投资也是如此，如果你持有 12-18 只个股，基本就能实现最大的分散化效果。也有研究表明，在持有 21-25 只个股的时候，基本上非系统性风险就消失了。他就会跟这整体股市进行波动了。有的基金经理，当管理规模足够大之后，就经常这么干，比如南方优选的基金经理骆帅，他的持仓都在 50 只股票，那么基本就等于指数了。他的思路就是，在指数里拿最好的行业龙头，保证我长期我跑出优势，但短期基本就跟整个沪深 300 指数同涨共跌了。

另外，我们还要把眼界放开，关注全球的各类资产表现，有的时候本国股票资产表现不佳，预期回报不足，但是全球其他国家，可能正在充满机会。比如 2003 年到 2018 年，对冲基金就表现很差只有 1% 的年化，但是发达国家股票年化回报是 7.5%，沪深 300 是 8%，新兴市场股票达到 9.3%，债券方面，全球债是 4.2%，中债是 3.8%，这段时间商品表现最差，年化回报是 -2.7%。之前我们也讲过类似的东西，比如 70 年代美国大通胀，但是投资日本还算不错，90 年代日本很糟糕，美国又表现很好。不过作者也提醒大家，历史数据其实只供参考，历史跟未来没有必然的对应关系，过去回报很差的市场可能还会因为均值回归，在未来获得很好的表现。另外，未来回报区间，跳出历史数据，也属于正常现象。股市是投资者情绪的晴雨表，一旦情绪上头了，其实什么事情都有可

能发生。根据历史预测未来，其实只是一个大概率而已，并不代表绝对发生。大家要有这个心理准备。

下面我们说说资产类别，常见的就是股票，利率债，信用债，私募股权，地产，商品，对冲基金等等，这里解释一下，利率债，就是国债，国开债这种，没有信用风险的债券，而信用债说的就是企业债，一些项目债，是有可能会暴雷的，私募股权指的是那些风险投资，投那些不上市公司股权的基金，这些基金通常跟二级市场的关系不太大。纯粹以企业经营为导向，企业做出来了，他们就获利颇丰。

同一产品在不同的时期，也可能会发生很大的变化，比如信用债这个东西，在利差极小的时候，就只能当成利率产品来使用。另外，信用债和利率债，在不同国家也有不同的差异，比如在美国，国债收益率跟信用利差就是负相关，国债收益率高的时候，一般经济表现不错，信用补偿少，所以信用利差就比较低。但在中国就不是这样，国债收益率和信用利差同向波动，这和我们一直强调刚性兑付有关，投资者对于信用风险关注度并不很高。所以国内的逻辑就变成了，投资者再跟央行对赌，经济不好，你就会放松流动性，所以一般利差的低点，就是国债收益率的低点，也即是说，大家觉得没啥风险了，马上就要刺激经济了。利差的高点，也是国债收益率的高点，预期央行马上要收紧流动性的时候，才是信用风险最大的时候。

如果未来我们完全打破了刚性兑付的传统，那么我们也有理由相信，中国的信用利差会表现得跟美国一样，也会逐渐的变成反向波动。另外，一些资产也一样，都属于复合型资产，比如房地产既有股票的权益属性，也有债券属性，还有汇率的风险暴露，所以资产配置并不是简单的把资产拼凑在一起就可以了，有效的资产配置，必定是配置风险而不是配置资产。股票资产是所有资产中，长期回报最高的，也是现在唯一能跑赢通胀的资产，如果要想长期获得满意的回报，让资产保值增值，就必须要有相当一部分股票资产，但是这个也不是越高越好，起码在咱们的股市上，6-8 成仓，反而是收益最高的，比满仓沪深 300 回报要更好。

另外，不同的经济周期，对于资产配置也有很大的影响，很多人都热衷于去做经济周期的预测，但是很难做到准确，所以这样让很多投资者比较困扰，到底该怎么使用这个周期理论来增厚收益，老齐的做法是用排除法，我不能确定，现在一定是什么周期，但我应该能有把握先确定，现在一定不是什么周期。先把肯定错误的答案排除了，这样我们其实也就增加了自己的胜算。其实在国内研究就经济周期，要比美国更容易，因为我们更多地受到了政策的影响，跟着央行做，基本八九不离十。需要注意的是，我们要比央行慢一点，一般央行明确刺激经济的时候，我们要等上 3-6 个月再下手。而且，周期这种东西，有时候你一眼看不出来，但等等其实

就会越来越明显了。所以没把握就等，等到有把握再出手。不要走入极端，有人一下看不懂就放弃了，也有人非要在当下做个结论出来，这两种心态都是不对的。

总结一下，从资产类别来看，股票部分未来都是重中之重，而随着持续的降息，甚至负利率时代的到来，债券部分的战略作用正在逐渐下降，甚至未来不排除被现金和另类资产给取代。而在世界的变动之中，很多另类资产，其实会有更好的组合收益，比如一些 CTA 策略的基金，还有一些衍生品量化基金，可以很好的分散市场风险。如果有更长期的投资需求，其实私募股权也是非常好的选择。他们虽然周期很长，基本上 12 年一轮，但是一些好的产品收益会很可观。明天我们再来讲讲，关于股票的长期回报预测的问题，有些预期回报，其实在纸面上是能够算的明白的。

【5】慢即是快 5：股票长期回报的预测

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，慢即是快。今天我们来看看股票长期回报的预测，战略资产配置很重要的一个输入变量，就是资产的预期回报，虽然这个东西他只是一个历史回测值，特别是在波动较大的市场上，还会有巨大的风险，但这项工作仍然是非常重要的，甚至不可替代。这也是我们唯一的能够有效管理的方法。

资产长期回报预测，一般有三种方法，历史数据，需求模型和供给模型，历史数据是我们经常用到的东西，但是他有比较多的局限性，很难对未来形成指导意见，需求模型指的是各项风险因子，来分析如果投资者承担了风险的情况下，应该会得到多少风险补偿，基于风险溢价的模型，大多采取了这种方法，应用也比较广泛。供给模型说的是资产的回报，拆分成一系列组成因素，以搭积木的方式来得出资产的回报。作者说对于资产的长期回报预测，其实更多地用到的就是供给模型。

下面我们来看，经济增长与盈利增长，长期来看，全社会企业盈利占 GDP 的比重相对稳定，比如美国，一般企业利润占 GDP 在 4-8% 之间，最近几年高一些，但也就在 10%，有这个稳定的预期在，投资者可以预期长期总的盈利增长与 GDP 应

该是大体匹配的。那么这就接下来有两个结论，1 股息增长与经济增长有关，2 股息增长一定会比经济增长慢。根据国外的长期数据研究，股息增长往往和人均 GDP 的增速更为相关，股息也比人均 GDP 增速更慢。

中国的企业利润占 GDP 的份额过去 15 年都在 37%左右，但是这些年中国的股市回报，与经济增长其实并不对称。主要原因有两个，一个是我们的估值持续下降，逐渐与国际接轨，第二个就是不断地增发和 IPO 稀释了整个市场的涨幅，我们的 A 股只吃不拉，这个问题确实比较严重。作者做了统计，绝大多数发达国家股市都是股指与市值同步的，而我们国家从 99 年底到 2017 年 7 月，股指涨了 4.4 倍而市值增长了近 20 倍。每次牛市到来的时候，二者的缺口都变得十分的显著。现在中国的上市公司数量，已经跟美国基本差不多了。很快就会超过美国。因为我们退市的数量太少，所以累计起来的速度就会很快。

市场上通常只有三块钱可赚，1 是股息率，2 是企业盈利增长，3 是估值扩张，股息率来说，我们现在的股息率比较低，上证指数只有 1.7%左右，而深圳甚至不到 1%，而每股盈利方面，波动比较大，好的时候年度 20%增长，差的时候甚至负增长，波动率 33%。作者用隐含的每股盈利增长进行了调整，这个比较复杂，大家记住结论就行，调整后的每股盈利增长更加平稳，大概在 8-10%的位置。他还具备比较强的均值回

归特征，也就是特别高几年，就会跌下来，特别低几年又会高上去。

另外作者还发现一个规律，在持有期为 5 年的情况下，深圳的回报都要好于上证，平均来看，超额收益大概有 6.5%，作者说是炒小票的热情，但其实创业板已经不小了，这可能更多地是一种成长溢价。美国其实也一样，小盘比大盘年化多 3-6%。但二者的差距不会特别离谱，如果收益差距巨大的时候，其实也就该出现反转了。比如 2016-2018 年一直都是价值比较好，成长一直跌，那么这个肯定不正常。随后 3 年，特别是 2020 和 2021 年，二者得差出来 40-50%个百分点，那么这时候可能就又要回归了。

作者说，在我们的股市上，中盘股其实盈利增长并没有比大盘更多，大盘的 ROE 甚至比中盘股更高，所以中盘的回报，基本都来自于估值扩张。找到收入来源这个很重要，这样在估值高企之后，你就不会傻了吧唧的期待用业绩去消化估值了。或者说，每次当你希望通过业绩消化高估值的时候，带来的都是失望。因为业绩他就那么多，甚至当你对于高业绩带来憧憬的时候，连业绩也都是高估的。

另外，股债的预期关系其实也在不断变化的，比如之前老齐给大家讲的普林格周期，阶段一的时候，债券已经涨了，股市还没涨，再底部徘徊，这时候，债券的预期收益率变小了，而股市的预期收益率很高。但往往这时候，全市场都是很悲

观的，比如 2019 年初，大家都觉得经济不好，投资不好做，如果你是一个风险厌恶的投资者，主要投资债券，那么此时其实你的预期回报反而是变小的。而那些激进的投资者，主要投股票的，那么在你感受风险最强烈的时候，其实预期回报也是最大的时候。正因为如此的拧巴，所以很多人才会错失低风险入场的机会，变得迟疑不敢行动。

资本市场假设对于资产配置来说十分重要，短期很难预测，但是长期回报基本上差不太多，而且几种资产之间也会有自然的平衡，比如某个十年，股票的回报不及预期，但是债券和商品通常会超越预期，反正当你把这些东西买在一起的时候，他总体的预期回报，确定性是比较强的。

作者介绍了一个 TRS 基金，也就是得克萨斯州教师退休基金，他是美国第七大机构投资者，也是全球第二十三大机构投资者，2018 年有 1540 亿美元资产，他是以长期通胀水平+5% 为收益目标，其实从 2007 年到 2017 年，他也就取得了 6.6% 的费后回报。他的配置方式是，50-64% 配置全球股票，17-22% 配置实际收益，这个包括房地产，基础设施还有能源，11-21% 的部分配置稳定价值。包括国债，对冲基金和现金。所以他其实也是一个股 6 债 3 商品 1 的模型，跟桥水的全天候组合基本类似，好处是确实稳定，金融危机也损失不大，但坏处是确实收益不高，只能起到保值理财的作用，起不到投资的作用。老齐给你算笔账，年化 6.6%，放在 20 年周期，会翻

3.6 倍，而年化 10%则会翻 6.7 倍，所以最后二者收益能差一倍，那么就看你的意愿了，愿不愿意接受一点点波动，拿到 10%的年化收益。当然不可否认，TRS 已经是全球最专业的投资团队了。否则不可能规模做的那么大。也从另外一方面说明，其实绝大多数投资者，对于能跑赢通胀 5 个百分点，已经是非常满意了。至于有人一张嘴就说，怎么也得年化 15%，甚至 20%以上，这种人基本上只有一个判断，那就是欠揍。属于无知者无畏，被市场修理一顿，也就踏实了。就跟我们小时候都想考清华，当科学家是一个道理，等被现实修理过之后，觉得能活着，有工作有收入就不错了。当个普通人，已经耗尽了全力。等你因为激进，被股市坑的倾家荡产的时候，就知道 6-10%真的很香了。偶尔市场再给你加个鸡腿，能到 15%，简直不要太美妙。

说完了战略资产配置，再看看战术到底该怎么打，其实绝大多数人都对这个最感兴趣，大部分人都是欠缺格局的，没人觉得运筹帷幄之中，决胜千里之外的战略家很牛，反而都觉得带兵打仗的都是名将，在中国永远是 36 计比孙子兵法名气大，但论历史地位二者压根就不是一个水平，反正老齐做了这么多年投资，经常被问到最苦恼的一个问题就是，你也别告诉我怎么配置，你就告诉我能不能涨，要不要买，买哪个就行了。战术配置，其实就是回答这几个问题的。

投资者进入市场，最大的威胁就是情绪，在这种波动的行情

之下，情绪会产生巨大的变化，时而贪婪时而恐惧，在牛市里，感觉老子天生股神在世，而到熊市里，赔的连孙子都不如，拼命的骂街，来掩盖心中的恐惧，发泄着各种不满，但是这些都于事无补。与其这样，你不如多思考一下，为什么赔钱。其实无非就两个错误，1 买的太贵，2 卖的太早。

如果说战略配置是在后方进行，大家相对理性，那么战术配置，就是针尖对麦芒，在战场上完成的，你要像一个将军一样冷静，避免受到情绪的干扰。所以他需要建立很多的流程。比如我们需要一个多因子框架，单因子通常会失效，比如加息一定会让股市跌吗？不一定，经济好，股市就一定涨吗。也不一定。所以你的因子必须有很多，这样才能够交叉验证，从而获得更高的概率。比如利率下行，债券走牛，估值很低，央行宽松的信号明确。这些因子加在一起，告诉我们未来股市的预期回报率大概率不会差。明天我们就来具体讲讲战术资产配置，到底该怎么做，需要建立哪些流程。

【6】慢即是快 6：战术资产配置因子

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天那我们继续来讲这本书，慢即是快，昨天说到了战术资产配置的因子，其实大概会分为，估值类，周期类，基本面类，技术类，还有风险偏好类，这些也是根据投资期限，从长到短排序，也就是说你要是着眼于长期投资，就要关注估值，关注周期，而如果你只想短期获利，那就关注技术，关注风险偏好。长期投资一般都是左侧策略，短期投资一般都更加关注右侧。能不能左侧和右侧结合呢？答案是不能，容易被整成神经病。左侧必然是越跌越买的，而右侧你就要止损了。所以买入之前，应该想清楚，自己到底是哪种投资者。

估值类信号又分绝对估值和相对估值，相对估值说的是那些什么市盈率市净率这些东西，是让你拿来和其他比较的，绝对估值就是自己跟自己比，算未来现金流贴现，看多少年能收回成本。周期就更复杂了，有宏观经济周期，还有市场风格周期，但周期说白了，其实就是投资者情绪的钟摆，实际变动不会很大，只是投资者的情绪，放大了这种变动。所以老齐认为，最重要的周期，就是情绪。任何周期，也都要放在投资者情绪的框架下去研究。比如我们常说的，业绩是很好，但他到底有没有投资者想象的那么好，这个就不一定了。在战术配置的时候，首先应该看天时，也就是大环境，看看

全球怎么样，现在万德全 A 指数，已经跟全球指数相关性越来越高了，所以如果全球环境很不好，那么阻力就会非常大，作者说 60%，都会跟全球股市的变动有共振。债券也一样，无论国内资产有多么特别，他终究会跟全球联系起来。主要因为，现在大家都通过一些大型的指数基金，还有海外的投资机构，全都交叉在了一起。美国一跌，MSCI 中国指数基金就会被赎回，搞得我们这边也会有资金抽逃。不过独善其身的事也不是完全没可能，这就需要国内的某些因素特别强，而国际上的负面影响没那么强。所以我们通常要分析国内的股票市场，也会先分析国际市场。先看看美国处于什么周期，再看看我们是什么周期。比如 2022 年初这个时间点，美国加息，我们降息，信号完全相反，这就是比较难判断的时间点。下一步就看谁的意愿更强烈了，老齐认为，美国紧缩的意愿，肯定没有我们稳经济的意愿更强。只要美股抗住不崩，那么 A 股就会有希望。而美国加息的目的，肯定也不是为了把美股搞崩，甚至还十分担心他会崩溃。

作者按照美国的经济增长做了个表格，当经济增长水平达到 3.5%-5% 的这个区间内，他的年度平均回报是最高的，能达到 10.21%，最大年度回报，和最小回撤都出现在这个区间之内，经济增长很高的时候，比如 8%，甚至超过 8%，并不代表什么好事，最大回撤明显提升了不少。当然经济增长低于 2 也不行。这个数据还是挺有意思的，因为我们国家的经济增长率，

后面估计也会掉入到这个区间之内了。

我们最熟悉的周期理论就是美林时钟，他认为周期驱动资产回报，这套理论逻辑是没问题的。比如复苏阶段投股票，是因为业绩会逐渐上升，而且越来越好，过热阶段投商品，是因为大宗商品涨价预期强烈，滞涨阶段拿现金，是由于资产价格全都过高了，衰退期等待央行刺激，带动市场利率下行，所以可以投债券。所以美林投资时钟，其实就两个维度，一个是经济增长，一个是通胀，他们分别上涨下跌，划分了四个时区。对应了四种不同的资产。

作者对于美林时钟也做了改造，他不用 GDP 来区分经济，因为 GDP 比较滞后，误差也比较大，他用复合指标，做了一个中国经济增长跟踪器，在 2008 年之后，波动十分明显，比如 2014 年跌下去，2015 年直线拉升，2016 年又跌下去，2017 年再从谷底拉起来。

通胀方面他也要做改进，认为 PPI 向 CPI 传导并不顺畅，这导致了中国的物价剪刀差波动过大。所以最后你也不知道到底该看 PPI 还是 CPI，他改进之后的通胀跟踪器，在正 4% 和负 4% 之间波动，接下来他用经济追踪器和通胀追踪器两个指标，再重新定位美林时钟。在 2006 到 2019 年这个时间区间，可以产生年化 12.6% 的年化回报，波动率是 16%，月度正收益的频率达到了 75%。而同期上证指数只有 5% 的回报，中证综合债只有 3.83% 的年化。商品更低，只有 0.72%。

很多人认为 A 股 是政策市，与经济无关，但其实并非如此，我们的股市涨跌，其实也与企业利润的基本面，甚至 ROE 的波动完全正相关。不可否认政策是有很大的作用，但是政策也不是万能的，离开了业绩变动这个背景，政策也是无论如何推不动的。其实没有一个央行行长，证监会主席，愿意让股市暴跌，但 A 股暴跌，在之前却屡屡发生，就是这个道理。当你炒估值太高了，资金无以为继了，经济和业绩又出现拐点，那么投资者的情绪肯定会向另外一个大方向快速的波动，老齐总是说，经济的波动其实就是从 4 到 6 的波动，但投资者情绪的波动，却迅速从 0 涨到了 10，甚至可以没有中间的任何过度。 栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

在投资中，我们必须客观评价政策的表现，但是也不要把他过于神话，只能把政策当成一个重要因子，不能把他当成唯一因子，还需要去关注其他的东西，比如基本面，估值等，做综合研判。

至于企业盈利，跟经济增长相关度很高，但是却又并不完全一样，经济增长快的时候，很多高效率公司可能并不上市，比如华为这样的企业在中国其实也有不少，还有一些互联网企业，也并未在国内上市。另外反过来说，美国经济增长不快，但是他很多的企业业务都在全球化，所以企业增长并不慢。比如苹果，涨了那么多，估值依旧并不高。所以巴菲特把近一半的仓位，都放在了苹果里面。那么多元资产配置，

到底要不要考虑盈利呢？这一直都是有争论的，有人认为，资产配置是把一个国家看成一只股票，所以不用考虑盈利状况，但其实老齐认为，还是要做区别的，至少来说企业的盈利周期肯定是要看的。而且要重点关注市场的盈利预期，当盈利预期过高的时候，我们就要小心一点。应该尽量降低权益资产的仓位，相反当大家都在说经济不好，抱怨股市不好的时候，权益资产倒是可以激进一点。另外，消费，科技，医药这些行业也要做重点的业绩观测，未来这些也都是能够产生阿尔法的主要赛道。

当然业绩周期也对整个的市场走势有很深远的影响，业绩持续上行的周期，股市通常都不会太差，业绩向下变动的周期。市场就容易拉胯了。那么盈利周期怎么看，重要的其实就关注两个，一个是 PPI 一个是工业增加值，这两块跟企业盈利的相关性是比较强的。

还有就是估值，这是一个最重要的因子，他分为两个维度，相对估值和绝对估值，通常我们用到的都是相对估值，也就是市盈率，市净率，市销率的横向比较，如果拿美股和我们的香港股市比较的话，你会发现，香港的估值是美国的一半，但是不是他就低估了一半呢？并不一定，因为他历来都有差距。也就是说，这个估值差，是一种流动性，制度，以及公司治理的集中反映。美国和中国香港的差距主要是流动性差距，而恒生跟 A 股的差距主要是制度差异，老齐相信，未来

随着两岸互联互通，香港市场的流动性会越来越好。就 2022 年初来说，确实有些公司在香港还是很便宜的。

还有一个评价估值的体系，就是百分位，也就是当前的估值，到底位于历史上的什么水平，比如 10%，就说明在最低估值的 10% 区间内，而 100% 就说明估值已经创出新高。但这个方法也有很大的缺陷，因为指数的估值会做趋势性变化，2000 年以来，上证指数估值就逐渐走低。从 50-60 倍，跌到了 10-20 倍。或者干脆说，历史上那种高估值，反而是很不正常的。现在才是常态，所以如果用估值百分位做统计的话，大家往往用到更多地都是 2010 年之后的数据。相对更加客观一些。

债券其实也一样，你不能用之前的平均收益率去衡量债券的回报了，未来肯定是会越来越低的。货币政策全球来看，也是易松难紧。大的通胀可能很难再出现了，未来可能更大的威胁都是经济通缩。甚至欧洲还长期使用负利率。那么这种情况下，债券资产和货币资产的价值甚至可能颠倒。而权益资产的长期回报，也会重估。明天我们继续来讲，估值对于多元资产配置的影响

【7】慢即是快 7：如何通过各种模型构建一个组合？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，慢即是快，昨天说到了估值，有太多的数据都出现了巨大的变化，比如长债利率持续下行，那么以前的市场估值是否还有参考性，也要打一个大大的问号，利率越低，那么估值理论也就应该越高。越是通缩，经济刺激的力度就会越大，那么股市可能就会长期处于高估值区间。甚至估值区间不断上移。从 2015 年以来，美国股市其实就是这样的情况。

比如原来大家都用席勒市盈率来解释市场，也就是扣减通胀后的估值高低，但是最近几年，席勒市盈率没啥用了。所以我们判断市场的时候应该用多种因素，而不能只看某一个指标。这样很可能会陷入误区当中，反而机会成本是巨大的。比如理解了上面说的内容，我们就应该尽可能的忍受市场的估值上升，在市场不太贵的情况下，就敢于买入，因为你可能很久都等不到那个绝对低估的价格出现了。比如老齐说，未来是一个 10 年的长期大牛市，那么这个过程可能都是结构性的，缓慢上涨的，没有暴涨自然也没有暴跌，闭着眼买便宜货的时候，不复存在了。所以我们做投资研究的时候，已经发现了这个规律，只要不太贵，到中位数附近了，该配

就要配上了。然后，多给市场一点耐心，只要不出现群情亢奋的情绪，争取尽量不减仓。彼得林奇说过，投资者在预备市场调整，或者试图预测市场调整时所受到的损失，远大于市场真正调整时的损失。

下面我们来谈谈如何构建组合，这里面有很多拗口难懂的名词，比如什么均值方差模型，还有布莱克李特曼模型，这些你都不用管，我们只说大家能够听得懂得话，比如均值方差模型，就是让资产的边际风险，对应他的边际回报。付出一点风险，就应该获得更多地回报，这是天经地义的事情。然后根据这个原则，在股债的比例上做出调整。换句话说，均值方差模型是以你的目标为标准，倒推的收益率数据。

而布莱克李特曼模型则刚好相反，他让数据自由去跑，规模之比，就是组合之比，比如 2019 年 6 月，沪深 300 指数是 34 万亿规模，中证 500 是 7.4 万亿，而债券是 62.84 亿规模，那么我们的组合就要按照这个比例去配。老齐之前也讲过一些配置的方案，一般追求永久配置的，都是这么去搞。

一般主动的资产组合管理，都要进行资产间的价格比较，也就是横向比较一下，到底是该配置股票多一些，还是债券多一些，但作者说，这种做法，严格意义上来讲，属于择时，其实不容易成功。

而纵向比较，就是用一些多因子，来判断未来资产的预期回报，比如上面讲的，估值周期等等，然后决定最后的配置比

例，其实这个也是有择时的因素。只是掌握的因子越多，可能你的确定性就会越高，稳定性比资产减横向比较，更好一些。你的仓位不同，对于市场的观点可能也会完全不同，如果是债 8 股 2 的配比，你巴不得市场大跌，但是如果是债 2 股 8，你恐怕就得盼着他上涨了。

配置有两种概念，一种是任何时间都坚持中性，另一种则是主动的偏离基准，当然中性配置会有很多的种类，比如 2-8 配比，6-4 配置，当你确定一种模型之后，你不断的做再平衡，就是坚持中性，而主动偏离基准，就是说我会根据市场的状况不同，自己主动调节比例。比如正常应该是股 6 债 4，那么当通胀来的时候，我可能就降为 4-2，配置 20% 的黄金原油。也可能在大牛市的顶点，变成 2-8 比例。只留 2 成权益资产。当然这种方式属于主动择时，那么你作对了，就会带来更高的收益，但如果做错了，可能就会让你的收益严重受损。所以老齐的习惯是坚持两个原则，1 是有多大把握下多大注，把握低于 80%，我就基本不动。2，即便有把握，也要慢慢调，小比例调。比如可以先从 6-4 比例调成 4-6 比例，然后再从 4-6 调成 2-8，不要一下就调过去，那样风险太大。偏离基准太多，那么你就相当于远离了战略中心，比如让你林彪先打锦州，你非得去打沈阳，这一旦出问题，可能就是大错，会影响整个的战略布局。

其实我们在做资产调整的时候，不应该只想到收益，还要更

多地想到风险，当一个资产风险明显上升，那么你确实可以有把他调降的理由，比如 2021 年美债已经跌到 1% 以下了，那么你再配置美债已经毫无意义了，当然我们就应该从美债资产里面出来，哪怕你投中债也比美债要强。因为利率极低，万一他反弹，幅度就会变得特别的大，对于美债价格的损失就会很高。还有当原油价格已经达到 100 美元了，那么你还配置他就意义不大了，虽然还可能涨，但是更多地可能会暴跌。所以应该时刻关注风险收益比的变化。但还是那句话，没把握就少折腾。能不动就不动，有人说了，那么怎么才叫有把握，当你问出这句话的时候，其实你就是没把握的。爸爸打儿子，拿起拖鞋就打，从来不会考虑打的赢还是打不赢，这就叫把握。两个成年人要打一架的时候，其实都得心里掂量掂量。谁也没把握。所以你要是没有爸爸打儿子这种心态，就最好别动了。

除了股债这种资产划分，有些管理人还会设计卫星资产，也就是说核心资产占据 80%，卫星资产占 20%，比如核心资产主要投资于中美两国的股债市场，卫星资产可以投资于全球其他资本市场，这样会让风险更加分散，相关性也更低。也可以用一些其他的相关性比较低的策略，比如量化 CTA 策略，来实现这种功能。有些朋友，虽然也做了资产组合，但在组合之外，不甘心又买了一大堆主动基金，或者干脆，买了一大堆的组合回来，但其实这些方法并不可取，当你买一大堆

主动基金的时候，其实风格应该都被抵消了，也就是说，你很可能花着主动基金的钱，最后只拿到了一个指数基金的回报。

下面我们来讲讲风险平配策略，这个其实很简单，比如 A 的波动率是 B 的 3 倍，那么 A 和 B 的配置比例就应该是 1:3 的关系，也就是说 A 只能配置 25%，B 要配置 75%，这样才能保证，风险一致相互对冲抵消。当然现实中，没有这么简单的问题，即便波动率是 1:3 的关系，但也还会有相关性因子，也就是说两种资产并不会完全负相关。

当然还有一个要考虑的因素就是时间，特别是股票资产，不同时间范围内，他的波动率是不一样的，比如一年去考量，可能涨一倍，但也可能跌一半。但如果你站在 30 年去考虑，那么最后的结果，基本上都是落在年化 10% 收益之间。变化不会太大。所以很多波动大的东西，如果放在一个目标时间之内，他就会发生明显的变化了。短期看，股票波动是债券的 3 倍，但是长期看，正如西格尔教授所说，很少有人知道，在长期，股票的风险比债券或者货币还要小。那么按照这种思路，如果你只想投资 1-2 年那么股票资产就不能超过 25%，但是如果你想投资 20-30 年，那么股票资产的比例要超过债券，甚至可以达到 80%。这就是资产配置简单原则。

我们的 A 股市场，属于新兴市场，所以波动率比较高一些，但是未来随着市场越来越成熟，外资和机构投资者占比越

来越高，那么也会逐渐的想发达国家成熟市场靠拢，也就是说未来 10 年我们的波动率会逐渐降下来的，也能走出慢牛行情。这点大家不用担心。但是结构化可能是我们绕不开的门槛，也就是说，你如果找不准风格节奏的话，还像之前那么炒股，那可能每年对你来说都是熊市。

作者列出了全球主要市场的风险水平，比如巴西，风险是 26% 属于最高水平，然后是韩国，印度，中国香港和德国，美国只有 15.36%，最低的是澳大利亚 12.93%，全球通胀保值债券是 6.17%，全球国债是 6.88%，那么如何通过这些风险，来组建组合，从而实现风险平衡呢，作者提供了两个具体的方案，分别又体现出了什么效果呢，我们又能从中借鉴点什么？咱们明天接着讲。

【8】慢即是快 8：基金管理人的水平能预测

吗？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，慢即是快，昨天我们列出了全球主要市场的风险啊，作者模拟风险平配策略，制作了 2 个方案，方案甲用的资产来进行平配，而方案乙则用资产的类别，来进行平配。都是假设风险预算为每年 10%，最后两种方案都产生了一定的杠杆。说的比较绕，老齐解释一下，方案甲基本上就是股债均配的思路，也就是资产比例差不多，股票略多一点，股票大概占比是 59%，而债券占比 41%，而方案乙，风险各占一半的话，那么股票资产比例就小多了，大概只占三分之一，剩下三分之二都是债券。

在股票的权重方面，由低到高排的，也就是说风险最低的瑞士，资产权重最高，而风险最高的巴西，资产权重最低。美国股市基本占到了中位数附近，在方案甲里面占了 5%，方案乙占了 2.5%，所以大家以后观察资产配置比例的时候，可以多留心看看，如果股票资产小于三分之一，基本就是风险平配策略，证明这个东西，你只要拿上 1-2 年是不怎么会赔本的。但是一般这种组合，也不会产生很高的收益率，他的目的只是跑赢通胀。

另外，经济周期的变动，也会对整个的风险溢价产生影响，

所以有时候也会根据周期不同进行调整，比如简单的风险平配，大盘股小盘股，信用债和利率债各配置 25%，但是实际上这里面逆周期因子更多，顺周期因子更少。如果是经济逆周期的时候这么配置是没问题的，但反过来，经济顺周期了，那么这个方案就不太合适了。

82 年以后，美国的债券收益率开始了长期下行，债券开启了 40 年的大牛市，作为债券配置比较高的风险平配策略，也因此受益。但现在最大的问题是，长债利率现在已经比较低了，未来只要反弹，幅度就会比较大，那么对于债券的杀伤力是十分强劲的，在这种状态之下，风险平配策略，可能要有重新考量，他可能不但防范不了风险，甚至会让风险变大。

当然作者也有自己的思考，他说第一，利率真的会反弹吗，不一定，第二，利率反弹，经济应该会不错，那么股票表现应该可以对冲债券风险，第三，长期数据表明，这个风险平配策略模型，还是总体靠谱的，根据长期历史数据滚动测试，风险平配的夏普比率最高，要大于简单的 60-40 组合。风险也要比 60-40 组合小一半。所以单从性价比来说，应该还是不错的。但在绝对的年化收益方面，肯定就差了不少，风险平配组合只有年化 7%，而 60-40 组合能达到长期 10.87%。如果 1929 年分别采取两种策略，都投入 1 美元，那么到 2008 年，结果就比较惊人了。风险平配策略，只涨了 225 倍，而 60-40 策略则涨了 3846 倍，二者差了 17 倍，所以还是那句

话，看你的投资期限，也要看你的风险承受能力。适当的承担风险，就会获得更高的收益。别看年化差了 3%，时间拉长，通过复利来滚动，差距是十分惊人的。

接下来作者又按照经济周期，对这两种方案做了拆分，美国总共是 13 次扩张，14 次衰退，扩张期通常会持续 60 个月，要比衰退期更长，扩张期显然是 60-40 组合表现最好，但是有一次衰退他的回撤巨大的。这就是 29 年到 33 年那一次大萧条，让 60-40 组合回撤幅度达到 60%，而风险平配组合回撤不过才 10%，这次回撤对于 60-40 组合的打击也是比较大的。当然，如果你能把经济周期全都预测对了，并在两个组合之间做切换，那么回报肯定是最高的，回撤也是最小的。但问题是你能不能有那么敏锐的宏观洞察力，所以老齐建议，长期来看，尽量以 60-40 组合为主，没有绝对把握，不要切到风险平配策略上去。宁可错过，也不要贸然行动。啥叫有绝对把握呢，必须是估值，情绪，周期，流动性，四大因子发生共振的时候，你可以回想一下，任何一次牛市顶部，即将崩溃之前，都会产生共振效应。所以这四大因子必须要长期检测。

由于风险平配策略的风险比较小，回撤幅度基本都在 10% 以内，而年化收益却又 7% 以上，那么有人就会在这个策略上加杠杆，作者说实际操作中，他见过 2-4 倍的杠杆，也就是说加完杠杆之后，最大回撤会达到 20-40%，但是同样的，回报

也会放大 2-4 倍，达到 14%-28%。于是一个非常平庸的策略就变成了一个很优秀的策略，之前也说了，即便大萧条他也就回撤了 10%，绝大多数时刻可能也就是 3-5%的回撤幅度，所以即便加了 4 倍杠杆，其实也还说的过去。关键要看资金成本是多少。如果是 3%以内，那么还是非常不错的策略。所以不要嘲笑一些资产回报不足，只要性价比很高，回撤控制的很好，那么只要一加杠杆，就是非常优秀的策略。不过老齐觉得这也是知易行难，特别是过去的风险，能代表之后的风险吗？时刻不要忘记长期资本的教训，有的时候极小概率发生的时候，会通过杠杆，变成核弹。

这里老齐多说一句，一般全球的多元资产配置，稳健基金，都是以 60-40 组合为模板的，也就是说当你看到一个基金的业绩基准，是 60%股票+40%债券的时候，你就应该理解，他是一个平衡型基金，长期年化回报会在 10-12%之间，管理人水平优秀，也就最高年化 15%。老齐要做的基金，也是以 60-40 为模板的，力图追求 10-15%的长期目标收益。重要的是要把回撤控制住。

投资就像开车一样，每个人都觉得自己的技术比别人好，所以总是倾向于找到超额收益的机会，即便是投资小白，他进入市场，也看不上长期的平均回报。之前我们也说了，全世界最好的基金管理公司，长期年化回报也就是 8%，但绝大多数普通的投资者，根本就看不上这个回报。但作者通过对

2004 年到 2015 年的统计发现，那些主动基金能战胜被动基金，也就是指数基金的比例非常小。

比如美国大盘股，5 年期限，只有 25% 的基金打败了相关指数，10 年限，更是降低到了 22%，非美发达市场，5 年期限有 53% 跑赢市场，10 年期，有 40% 超越市场。新兴市场因为成长性最高，所以他是比例最高的，5 年期限有 66% 可以打败市场，10 年也有 37%。通过这组数据，我们能分析出来，大盘，价值，发达国家，这些是很难跑赢市场的，小盘，成长，新兴市场，这些主动基金机会相对大一些。所以我们要想打败市场，最好选择在成长周期，也就是利润上升周期，经济复苏周期，主动出击，而在价值周期，最好还是先去保证基准。这时候你的机会并不会太大。

那么基金管理人的水平，是否会有明显的差异呢？先锋领航公司做个数据测试，在 2002-2007 年，他们把数以千计的基金，按照超额收益水平分为了五组，观察这些基金在未来 5 年的业绩表现，结果令人十分震撼，最高的 20% 选手，在未来 5 年继续保持高水平的比例，只占 12%，却又 28%，落到了最后的 20%，相反最低 20% 的选手，在未来 5 年有 20.7% 的人进入了最高 20%，只有 5.5% 的管理人，表现继续糟糕。当然这还有一个选项，就是清盘关闭，确实表现最好的 20%，在未来 5 年清盘的概率最低，而表现最差的 40%，未来 5 年清盘的概率竟然都超过了 40%。所以这个统计让我们很崩溃，

找 5 年最优秀的基金经理并不靠谱，因为他们有一半的可能会成为未来 5 年最差，那么找最近 5 年排名垫底的基金经理似乎也不行，他们甚至可能会随时清盘。

所以这可能是一种随机游走的状态，那些主动管理的基金经理，谁也不敢保证自己能够一直很优秀，反而更大的概率是，之前很优秀，之后逐渐平庸，这点老齐十分同意，因为盈亏同源，你之前追求最好的业绩，那么就相当于欠债了，在后面会用更长的平庸业绩去偿还，如果投资者们只买那些一个阶段内的明星基金经理的基金，那么可以预见的是，业绩一定会十分糟糕。所以其实并不是你以为的就是你以为的，老齐接触了大半个行业的基金经理，他们也大多都是蒙着做，股市这个东西，是投资者情绪的反映，谁能有那么大的把握，能把投资者情绪都给算明白呢？不可能的，明天我们继续来看看，到底该怎么挑选，多元配置的组合工具。咱们明天再见。

栗渺社分享网盘号昵称为
“栗渺社小群主”
“低调酱油”
其余均为N手，
微信 jnztxy 进首发群

【9】慢即是快 9：公募基金市场的变化

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，慢即是快，昨天我们说道了，能把企业业绩算明白了，就已经是基金经理当中最牛的选手了。所以很多基金经理压根他也就不去择时了，因为没这个能力，而且也不符合他的利益，总有风向转到自己身上的机会，他们要做的，就是等风来的时候，赶紧把业绩做上去，把规模做起来，这时候就可以尽可能多的提管理费了。年轻的基金经理，一般不会说过热了，阻止投资者申购的，他们要的就是规模和名利双收，只有那种已经经历过几轮牛熊，并且在基金公司有着相当地位的基金经理才会主动限制规模。

作者意思就是，管理人的能力，其实并不太可靠，即便真有那些能力非凡的管理人，你也很难在事先进行判断，所以从实际操作的角度来说，使用指数基金，被动基金来完成市场的有效配置，其实确定性反而更高一些，因为最起码他会便宜很多。在财务成本上的优势，是完全确定的。这也是约翰伯格长期的观点，先锋领航基金，也是抓住了这个市场需求，做成了现在 7 万亿美元的规模。现在市场中的 FOF 产品，大多数都是挑选主动基金管理人，然后组成产品的模式，这个其实就有点双重收费了，而且效果可能并不好，如果几个管理人风格相关性较低，那么最后组合在一起，其实反而跟指

数差不多，相当于花了两份管理费，最后只得到一个指数结果，甚至还不如指数的结果，未来老齐认为，反过来做应该才是趋势，也就是说，FOF 变成一个主动管理基金，然后在这个 FOF 底下配置指数基金，虽然也是双重收费，但是底层资产由于都是指数，所以费用上升并不多，而且还更有利于控制风格，也完全不受规模的影响。所以这可能才是未来资管行业的主流，而公募基金肯定是不这么干的，因为不符合公募的利益，他们显然更愿意卖主动基金，推明星经理，未来能这么干的只有私募。随着规模越来越大，其实管理费也可以越来越低，比如一开始是 2%，到百亿就可以降低为 1.5%，到 500 亿，可以进一步降到 1%，过了几千亿的时候，甚至这种巨大的 FOF 资产，也可以只收 0.5% 的管理费，这样就可以给投资者节省年化 1-2% 的费用，长期收益是很客观的。所以未来中国可能也会出很多的类似桥水，贝莱德，嘉信理财这样的大机构。甚至在资本市场上，也会有这些公司的一席之地。

如果选择主动策略，那么就肯定绕不过去业绩分析，你得知道一个产品他到底有没有能力长期获得超越指数的收益，或者说，之前他的业绩，是因为赶上了人品爆发，还是真材实料。作者统计了，2004 年以来，全市场股票型基金的业绩表现，通常情况下，在市场大幅下跌的年份，偏股混合基金的超额业绩是比较多的，但在 2007 年，2009 年，2011 年和

2014 年，甚至 2015 年，其实超额收益都是负数，这些年份都有一个特征，就是股市由熊转牛，涨幅巨大的时候。

在这些年当中，其实公募基金也发生着思想的动摇，在市场好的时候，公募基金喜欢成长性好的板块标的，但是当市场遭遇重大挫折之后，反而会倾向于保守。逐渐寻找价值因子，所以可能有些基金经理，还是不错的，但是把公募基金作为一个整体来看，其实并没有体现出，对指数的优势。特别是在指数大起大落的过程当中，这种优势就更加不明显。而公募基金能够跑赢市场的时机，基本都出现在了结构性行情当中，而且这种结构性行情，还得是偏成长的风格，比如 2010 年，2013 年，2019 年和 2020 年。所以这就反复告诉我们那个道理，在成长周期，企业利润上行周期，经济上行周期，稍微的可以积极一点，其他的时候就别白费力气了。但这种超额收益也会随着机构投资者的逐渐增加，而变得越来越少。大家要有这个心理准备，至于债券方面，作者也做了个统计，要想获得超额收益，相当困难，几乎就不要想了，之前能够有超额收益，基本都是股票打新带来的，而现在这种超额收益，已经变成了负值。所以债券，你用指数就好，除非选择二级债和可转债。

作者在研究基金当中，善于拆解他的回报，比如某只基金拿到了年化 20% 的回报，对他进行拆解之后发现大部分回报都是由小盘因子带来的，这就相当于一面照妖镜，你以为基金

业绩表现很好，但实际上他只是因为小，而当风格转变之后，他的业绩就会明显变差。老齐给大家一个最简单的算业绩归因的方法，你把一个基金的业绩表现，多跟几个指数比较一下，比如沪深 300，创业板，中证 500，也可以再跟几个风格指数比较，比如国证价值，国证成长，跟哪个走势比较接近，就知道他的业绩从何而来了。有的基金看似业绩表现很好，也超越了沪深 300，但分析之后发现，其实跟创业板高度吻合而已，那么这时候，你就知道他就是押中了创业板的因子，这时候你就不如干脆去拿创业板指数。因子更纯粹，价格也更低。

当然这只是业余分析的步骤，如果要是专业评估，还需要去做更为详尽的管理人调研，甚至把他的历史持仓全都翻一遍，还原出他的投资理念和方法，甚至算法策略，也都要拿到。社保基金在国内就有一套最为完备管理人评价体系，分为四大块，1 是投资团队，了解团队分工，决策流程，2 是投资流程，观点的产生，组合的构建，以及风险控制，3 投资理念和投资目标，设计风险收益比，4 投资绩效，是否符合理念，业绩归因，因子分析。要特别留意一些基金管理人，说一套做一套，明明是价值投资，但是却总在追热点。这种理念，风格，绩效不匹配经理，无论业绩再好，也不能委以重任。他的业绩，可能会随时会变脸。

所以我们可以总结一下，如果要是做主动的大类资产管理，

涉及战略配置和战术分析，那么你最好还是选择被动指数基金，这样会让自己的策略执行的更加精准，如果你选择主动基金，好处是容错率会比较高，也就是说，你的战略战术全错的情况下，至少还有基金经理替你把关，结果可能也不是那么灾难。但坏处是，你的很多战术意图执行不下去，比如你要抄底的时候，主动基金可能持续保持低仓位，等你要换风格的时候，主动经理自己风格混乱。甚至还有基金突然换人的情况，把基金经理换掉了，那你这个就需要重新评估了。之前遇到很多类似的情况，我们明明不看好一个行业，但是不知道为啥，基金经理却拼命的在这上面加仓。所以这些不确定性都是风险。还是那句话，取决于你自己的能力，如果我自己就是专业管理者，那我肯定愿意用被动基金，如果我自己啥都不懂，那最好用主动基金管理，给你再上个保险，比如老齐给大家做的这些组合，DIY 是我们最常用的，也是我们自己做的，而几个半自动组合，其实主要是考虑粉丝群里，小白投资者比较多而特殊设计。老齐有个比喻，你要是刚从驾校出来，最好先找个自动挡的车开，虽然比较肉，但是好在稳健，但如果你已经是赛车手的级别了，肯定还是要开手动挡的车，这会让你的动力输出更加精准。另外就是，手动挡要比自动挡反而更便宜一些。

下面我们来看看风险评估，资管行业有句话叫做，把风险控制住了，收益自然也就来了。在投资组合中管理风险，是非

常重要的环节，承担风险，就需要得到相应的补偿，如果承担了风险，但却没什么收益，那么这种风险承担就是无效的。比如 2021 年中后期，我们计算新能源的某些头部企业，他的未来预期回报是负数，而估值有下跌一半的风险，那么这种事情就不值得去做，尽管他有可能还会上涨，但这样差的风险收益比，是不值得去投资的。相反，银行在 2021 年 4 季度，已经具备了超过年化 10% 的确定性收益，还有 5-6% 的股息分红，我们十分确定，在未来 2-3 年内，能有年化 15% 的获利机会，尽管银行指数也还会下跌，但这种风险就是可以承担并应该去承担的。

要想承担风险，就得先去度量风险，度量风险要从风险类别和风险因子暴露两个角度入手，风险类别相对简单，比如债券的久期风险，利差风险，但要看你在什么资产当中，比如一个偏成长的资产，国债的长久期风险可能就不是太大问题，因为股市上涨，会把国债的久期风险化解掉，而如果是一个偏债组合，那么长久期国债就是风险资产了。所以管理资产是一门技术活，而且也是需要对比得到结果的。明天我们好好讲讲，对于风险的控制，以及主要管理风险的一些手段。

【10】慢即是快 10：几种常见的资产配置

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，慢即是快。昨天我们说到了风险管理，应该从资产配置的环节就开始了，并且贯穿于整个的投资流程，前台的投资部门，与风险管理部门要相互配合。但绝大多数机构，在前台和中台可能会出现一些矛盾，甚至风险部门，会越权干预投资行为，或者投资部门，完全不顾及风险部门的预警，这些都是不正确的，应该有一个更高级别的部门，去权衡二者的关系。

作者举例著名的 GMO 管理公司，他们对资产未来 7 年的回报预测来做分析，2008 年初，风险补偿不多，但到了 2009 年末的时候，市场风险已经被大量释放，说明此时承担更高风险，会得到更多地补偿。所以显然，2009 年底的时候，应该更倾向于成长资产，而减少价值和稳健资产的配比。那么有人说了，我们怎么知道风险补偿多不多呢？这主要看未来的预期收益，还有可能存在的风险之间的关系，如果未来顶多再下跌 20%，但却有 100% 的上涨空间，上涨完之后，估值依旧合理，那么这个风险补偿就比较高。2009 年就是这样，当年上证指数跌到了 1664 点开始反弹，即便反弹一倍，指数估值也就只是合理的范畴。所以这种情况，风险就很小了，我们虽然没办法预测指数还能跌多深，但其实当大家都不看

好，纷纷咒骂的时候，就说明已经基本没啥空间了。该卖的不该卖的都已经卖出去了。未来这些人再回到市场中的时候，那么市场就只有一个方向，那就是上涨。同样道理 2021 年高点开始算，到 2022 年初，沪深 300 跌了 23% 下去，那么这就已经是极限的表现了，通常下跌一整年之后，指数随后都会迎来比较好的投资机会。这时候风险补偿就很高。不知道老齐说的对不对，等你们读到这本书的时候，就应该有答案了。

作者以世界上最常见的 60-40 配置组合来举例，准确地说，股票部分其实才 45%，发达国家占 30%，新兴市场占 15%，债券部分，美国长债占了 15%，发达国家国债占 15%，企业债，新兴市场债，通胀保值债各占 5%，这相当于债券部分达到了 55%，还有 10% 另类资产，PE 股权和 REITs 各占 5%。

众所周知，股票类资产的风险要远大于债券，所以当股债比例十分接近的时候，债券无法对股票的风险敞口提供有效的保护，所以这个组合当中，在资产内部，再进行分散，比如发达国家股票和新兴市场股票，本身就起到了分散的目的，也进一步降低风险敞口。

在我们制定好一个组合之后，还要对他进行压力测试，来让风险更多地暴露，啥叫压力测试，就是设想一下，在极端的情况之下，组合会做出什么样的反映，比如老齐做的组合，都会经过数据回测，特别是假象一下，当 2008 年金融危机，

或者 2015 年股灾那样的情况之下，我们到底该如何保护资产，尽量减小损失，不要总觉得这是一个小概率就不去做防范，太多的金融投资，其实都死在了小概率事件上。我们通常的做法是，会做出很多的假设情境，假如股市持续上涨，假如震荡市，再假如持续大跌，发生金融危机呢？哪些资产会成为护身符。比如我们自己的基金，就做过这样的分析，按照我们的结构，股市持续上涨，对我们伤害最大，我们只有 6-7 成权益资产，所以股市持续上涨，也就意味着我们只能跟上 6-7 成的涨幅，但这个总体上来说可以接受，因为我们的目标就是年化 10-15%，虽然没有跟上指数，但是能够超额完成这个目标，对于基金来说，也是可以接受的。

如果股市长期横盘，持续不涨，那么我们的资产配置优势将极大的发挥作用，打底资产会不断地实现平衡，增厚长期收益，即便再出现 2009 到 2019 年这样的 10 年不涨，我们的组合也能获得年化 8-10% 的回报。第三种可能就是持续大跌，这个就要看我们的衍生品策略了，组合中留了 10%，只做空，不做多，就是为了平衡多头仓位。那么当市场形成趋势性下跌的时候，组合本身就会缩小一半的跌幅，再加上这种空头对冲，形成双重保护，所以即便市场再出现 08 年那种大跌，我们也有把握把回撤控制在 20% 以内，甚至是 10% 以内。到时候人家都赔了一半，我们才赔 10%，这个差距会非常明显。心态也完全不一样。

所以投资永远不是打板算卦，投资的精髓在于应对。所有的情境我都有应对预案，而不是毫无准备，打到哪算哪？这才是我们稳健收益的来源。但其实说来惭愧，据老齐所知，不少非常大的基金机构，都是没有这些预案的，我们在调研基金经理的时候，就会提出很多情境的问题，问他们如果发生什么什么，你怎么办，通常会问的对方哑口无言，也就是说，他们基本上压根就没想过这种情况。那么对这样的管理人，我们是不放心把钱交给他的。

组合的再平衡也是非常重要的风险控制方式，在一系列市场变动之后，组合比例就会发生明显的偏差，比如明明是 60-40 组合，在一轮牛市之后，可能都变成了 80-20 组合了，那么这时候就有必要平衡一下，道理很简单，因为随着比例的变化，你的风险就不平衡了，股票资产的仓位暴露过多，所以导致了风险过大。反过来也同样，当市场持续下跌之后，60-40 组合可能变成了 40-60 组合，那么也就是说此时你的风险保护过度了，浪费了大把的风险预算，所以你完全卖掉债券，去买股票，这样当市场反击的时候，就会获得更好的收益，所以在一个大范围的震荡市，其实组合投资，是有大显身手的机会的。因为根据我们的风险平配原则，我们总能买在低点，卖在高点，这样就能增厚很多点的收益。同时也会让风险降低。

当然，有的时候再平衡也会拉低你的收益，这就是一轮特大

牛市当中，如果你实现了再平衡，那么就相当于降低了股票仓位，这样会让你的组合回报低于基准。老齐一开始做组合的时候，也是习惯定期平衡的，但后来发现这种方法效果并不太好。所以后来就改成了空间平衡，也就是拉出足够大的差距之后，再去根据预期回报，对组合进行平衡。一般我们都会选择在一波上涨的顶点群情亢奋的时候，或者一波下跌跌到地量的时候，在进行平衡。尽量不在他不稳定的时候行动。

最后，作者讲了业绩的评估，对于一款多元资产配置型的基金，不能只通过业绩表现来衡量，我们还要看他的波动率，以及最大回撤，也要跟业绩基准做比较，比如我们的一个配置产品，从2010年到现在，年化回报是11-12%，这个收益并不出色，只能说是一般般的水平，但是同期指数的回报只有6-7%，而组合的回撤也不到20%，只是指数的二分之一。波动率也非常小，所以多方评测下来，这就是一个很优秀的组合。还有另外一款组合，他的年化回报只有6-8%，看起来非常低了，那么他是不是很差呢，也不一定，仔细分析，他的波动很小，最大回撤竟然还不到5%，所以这个组合甚至比上一个更加优秀，因为我要加3倍杠杆上去，那么组合的年化回报甚至能超过20%。所以不要鄙视收益很低的策略，关键要看他的性价比。加一个杠杆上去，低收益就变成了高收益。

这就是本书的全部内容了，我们学习了组合很长时间，但这本书才把组合构建的原理，以及考量的因素全都讲清楚，也讲明白了，原书写的是很专业的，也有很多专有名词，但是意思并不复杂，对于普通的投资者也有借鉴意义。单只基金，单只股票投资的时代其实已经过去了，未来必然是一个组合投资的时代，大家也要为自己的资产，找到一个好的归宿，而这个归宿，一般就是一个组合的策略。把这个东西跑对了，其实投资可以变得很简单。长期回报也并不低，而且你会感到很安心，也更容易拿得住。这才敢于把自己的全部身家都压上去。你拿 100 万每年赚 10%，跟你拿 10 万偶尔翻了 50%，他是不一样的，小资金有些机会你敢去赌，但涉及到全部身家的时候，你通常就不敢去赌了。所以最后，看似赚了很多个百分点，但其实却没赚多少钱，2014 年的时候，老齐一个年薪百万的同学兴冲冲的告诉我，自己买的券商股翻倍了，我问他你买了多少，他说买了 5 万块钱的，后悔没多买一点。但其实这就是人性，5 万就相当于零钱，你可以投很多个 5 万出去，但是你要把 500 万甚至 1000 万，全部身家都压上的时候，你还敢不敢这么做？对于波动率超过 10%，动辄就回撤一半的资产，我相信你是绝对不敢的。明天我们开始新的学习。