

组合投资新思维

【1】组合投资新思维 1：如何构建适合自己的组合

各位书友大家好, 欢迎继续做客老齐的读书圈, 今天我们来讲一本书, 叫做组合投资新思维, 副标题是 5 大策略构建风险市场下的高收益投资组合, 作者是德里克摩尔, 长期研究投资组合, 而且是帮助个人投资者建立的投资组合, 我们可以学习一下, 这些策略思路, 并把它转化成我们现在可以自己使用的工具。

我们之前讲过投资组合的基本逻辑, 就是一些相互可以对冲的资产组合在一起, 让整个的收益更加平稳, 具体股债的比例, 跟一个人年龄有关, 100 岁减去年龄, 就是你可以配置的股票资产仓位, 比如一个人 40 岁, 那么他可以 60% 都放在股票资产上, 剩下 40% 投资债券, 这就是一个最简单股债组合。股票部分的平均年华收益率是 11.42%, 债券部分是 5.18%, 长期下来, 这种股票组合的配置比例, 回报率大概是 9% 左右, 虽然回报有所降低, 但是胜在稳健, 不过问题也很明显, 在未来的十年里, 债券由于票息收益率的下降, 所以能够提供的总回报已经越来越低, 目前我们国家的十债收益率也已经降到了 3% 以下, 那么也就意味着长期来看, 债券资产的收益也就这么多了, 那么我们该如何去做资产配置呢? 这可能要引入其他的策略。

有人说, 超配股票, 但股市的波动是很大的, 要看一个人的资产最大化阶段, 跟股市的阶段是否匹配。啥意思, 比如一个人现在是 40 岁, 正是积蓄最多的时候, 但股市这时候恰恰也是大牛市的高点。那就不能够去配, 否则后面会有比较大幅度的回撤发生, 即便你长期持有, 也会拉低你的收益水平。比如你在 2015 年高点超配股票, 那么那到现在可能收益率还不如买国债。所以这就告诉我们, 不能只算自己的年龄和资产, 还要看整个市场的预期收益率状况。即便是长期配置, 长期持有, 也要找一个相对靠谱的起点才行。举个极端的例子, 90 年高点你配置了日本指数的话, 那么到现在恐怕还是负收益。但是如果从 2007 年开始配, 那么到现在年化回报超过了 10%, 所以投资这种事情, 跟抢鸡蛋不一样, 去的早了未必就能多抢几个鸡蛋, 还很可能会吃土。所以这就是我们的资产组合, 要进一步去解决的问题, 除了我们知道要拿股债配比。还要引入更多地方式方法

在资产配置历史上, 或者说是股债配置历史上, 最为艰难的一段时期就是 70 年代的美国, 这时候通胀率极高, 利率奇高, 所以造成了股债双杀的局面。所以如果你只是用最简单的组合策略, 去进行市场配置, 那么这 10 几年来的收益率他基本上就是负数。所以这也就是传统资产配置方法的缺陷。作者说, 资产组合最简单的方式, 把市场的历史平均收益率列出来, 然后看最近 10 年, 如果最近十年, 严重低于平均水平, 那么就可以进行配置, 如果最近 10 年, 严重高于平均值, 那么最好就要降低权益资产的配置比重。比如就拿 2011 年到 2021 年来举例, A 股是显然低于平均值的, 而美股则显著高于平均值, 所以未来十年的角度, 机会应该在 A 股, 而不在美股。

作者讲, 收益率曲线就是钟形曲线, 标普 500 的收益率, 会集中在 -8%-31% 之间, 95% 的数据都会落在这个区间以内。平均值是年化 11.4%, 那么也就是说, 如果某一段时的收益率严重低于这个数字了, 那么胜算自然也就来了。

作者统计了一下标普 500 指数的, 负值收益率水平, 对应的概率。年化 -10%, 概率是 13.7%,

-15 是 8.87%。 -20% 是 5.44%， -25% 就只有 3% 了，也就是说，每增加 5 个百分点的负值收益，概率就会下降一半， -50% 只有万分之 9 的概率。接近于零，虽然这种大跌的可能性极低，但是作者也说，不代表我们不应该去防范。假设跟你说，明天你出门，会有 1% 的概率，被雷劈死，那么你还出门吗？大部分人可能能不出去就尽量不出去了。因为损失太大了，虽然概率不大，但是也必须防范。

再看债券这边，年化收益 -5% 的概率是 9%， -7% 的概率是 5.7%， -10% 的概率就降到了 2.46%， -20% 的概率就几乎可以忽略不计了。债券已经走了太长时间的牛市，而且利率已经接近于 0，所以未来债券资产该怎么配，还要不要配，已经是一个世界难题。老齐的判断是，未来债券可能只有配置价值和交易价值。不太适合长期持有了。

作者把整个的利率梳理了一下，1981 年 9 月，美国国债收益率最高达到了 15.84%，随后利率一直下行，2000 年就降到了 4%，到了 2010 年基本就降到了 2%，未来债券可能收益率会更低，作者也做了个分析，债券长期的收益率，跟初始利率相关性很大，而通过交易和波动获得的收益率很少。以前，利率水平高，即便市场出现问题，收益率是负数，至少我们还有一个票息利率撑着，但现在票息利率已经没有了，那么想完全靠市场价值跑出收益，这几乎是不可可能的。

另外，现在利率处于极低水平，由于基数很低，所以稍微一涨，涨幅就会很大，那么债券市场的动荡，其实也一点都不小，比如 2013 年 5 月，债券利率上升了 41%，但其实也就是从 1.6%，升到了不到 3%。在这期间，美国国债 ETF，下跌了 10% 几，这个跌幅，对于债券来说，其实是相当大的，那么也就是说，债券利率越低，其实风险和收益的性价比也就越差。2021 年老齐年初就说，任何海外高收益债都不要再拿，有些人就是不听话，结果下半年以来，鹏华全球高收益债，暴跌 46%。这要想回本至少得翻倍才行。几年之内，估计就别想了。对于债券基金来说，翻一倍，至少的 10 年的时间。所以投资者可谓是损失惨重。

还有一个重要的概念，叫做真实利率，也就是债券收益率，减去通货膨胀率，如果债券收益率是 3%，通胀率是 3.5%，那么投资者，实际收益率就是 -0.5%，也就是说，你越投，购买力也就越低。作者列出一张表格，随着 80 年代国债收益率达到顶峰，这几十年来，实际利率也是一路走低，现在基本上已经变成了负值。这些都说明，投资债券，已经变得相当的不划算。所以，这也就要求，我们要根据这种情况，调整我们的投资组合，说白了就是降低债券资产的配比。找到新的资产替补。

最近几年，我们出现了一种新的基金形势，叫做养老目标基金，这其实就是国外的目标日基金，也就是说，你啥时候用这笔钱，我根据这个目标日，给你倒推，你应该如何配置资产，比如你 20 年都不用，那么可以至少配 7-8 成的股票资产，但你要 5 年就要用，那么股票比例就不能超过 40%，这种投资的组合的目的，就是根据期限，来配比资产，让年轻人可以多多的配置一些股票，获得更高的收益。而随着他们年龄越来越大，股票仓位会逐渐降低，以获得更多的确定性，而老年人，临近退休的人，则要以稳为主。明知道债券已经不赚钱了，但还是要拿够比例。

不过，问题还是很明显，就是你也得去照顾市场的情况，比如 2008 年初，你说我 20 年不用的钱，能不能过高比例的投资指数呢？反正你要是投了，很快就跌去一半。所以目标日基金也并没有什么特别之处，更何况很多投资者，其实定不出自己未来的目标。绝大多数人，在

财富上，其实都是缺乏规划的。甚至不知道自己要什么时候退休，更不知道自己要活到多大岁数，所以大家对于钱都很感兴趣，但是对于需要多少钱，都是一脸懵逼。都在拼命的赚钱，但又不知道该赚多少钱就够用了。老齐就想做一个基金，每年能固定分红 6%，还能持续抵御通胀。甚至本金还能略有增长。这应该能够极大的缓解社会焦虑。不少人就可以根据自己的每月支出，倒推自己的财富梦想了。一旦通胀被写死，还能每月产生固定的现金流，那么大家规划起来就会相对容易很多。这其实并不难做到。只需要我有一个 10-12%的基础收益就能够保证。只需要把波动给大家控制住就可以了。这种分红基金，最怕的就是刚买就跌一半，然后每月分红，再想涨回去可就费劲了。所以一定得把他的回撤控制在 10-20 以内。越小越好。[更多分享微 shufoufou]

作者也说，目标基金，只能解决日期问题，但是却无法解决个性化的问题，你不了解投资者的具体情况，更不了解他的具体风险偏好。而组合中的债券，其实作用仅限于减少波动降低风险，所以二者可能并不匹配。换句话说，本来你可以获得更多地收益，但却因为基金低估了你的风险承受能力，让你损失掉了这些收益。所以这就需要一种衡量机制，应对这种意外，需要耗费多少收益，不能太多也不能太少。明天我们在来讲，为什么分散投资，逐渐失灵了。

【2】组合投资新思维 2：如何才能分散风险？

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。叫做组合投资新思维，昨天我们说到了，如果根据目标日来解决资产配置的问题，最怕的就是市场的突然回撤，特别是那种本息一起取出来的基金，比如他预计能够取到 100 岁，这笔钱本息全部取干净，那么如果遭遇一个市场大幅回撤，很可能这个资产余额见底的时间，就会提前 20 年，所以就会出现那个，人还活着钱没了的悲剧。所以投资者在投这种目标日基金的时候，还是要考虑市场的状况，傻傻投资的方法，并不可取。

NBA 达拉斯小牛队的老板，美国著名大富豪马克库班，曾经接受采访的时候说，分散投资是傻瓜才会相信的事，这与我们之前的理念完全相悖，作者说风险可分为，可分散的风险和不可分散的风险，不可分散的风险又叫做系统性风险和市场风险，而可分散的风险，指的是通过投资几个不同资产，不同品种，然后消除风险的一种做法。比如你要是只买了康美药业，那么恐怕已经血本无归，但你要投资了整个医药行业，其实对你的损失并不大，这几年下来应该还有正收益。但像 P2P 这种事就不行，有的人也去分散风险，买了 10 几个 P2P 产品，但最后发现每个维权群里面都有它，这就是因为 P2P 是系统性风险了，所以老齐当年才让大家所有的 P2P 都不能投了，就是这个原因，你是没办法分散风险的。最后必然是挨个暴雷。

股票投资其实有很多不确定性，公司和公司的实控人，经常会出一些莫名其妙的负面新闻，所以这种风险不小，而且一家公司的业绩总有起伏，有景气和衰退周期，那么他的股价表现也会很不稳定，我们分散投资，把他的上下游全都投了，上游涨价，形成利好，下游就会利空，相反上游价格回落，形成利空，下游就会利好，这样就会总体上平抑波动。

作者说，有数据显示，把组合中的股票增加到 40 只，基本上就能让标准差和波动率，从 35% 降到 20%，收益率影响不大，但如果超过 40 只，就会形成过度分散，就会开始拉低收益率。所谓分散理论，并不是你去胡乱的买一堆股票和基金，而是有计划，有目的，有策略的分散。比如有人买了 10 家公司，但都是互联网教育行业的，那么现在估计就全都扑街了。还有人

买了 10 几个银行股，这也是没啥意义的事情。正确的分散，应该是先分资产，再分风格，第三分行业和产业链，最后再分公司。总之，不相关才能够形成组合，如果相关性很高，这个组合就没啥意义。但老齐还得提醒一点，不同时期有些资产的相关性是不同的，比如经济过热，通货膨胀，那么股债相关性都会很高这时候，你只持有股债都是错误的组合方式，还有股票猛涨，进入泡沫期，那么此时股票资产就出现了系统性风险，此时就像库班所说，你再怎么分散，也只是个傻瓜了。比如美国的纳斯达克泡沫期间，你无论持有什么股票，最后都是暴跌。所以我们学习不能教条，一定要动态的去看市场。实时追踪市场的相关性变化。这样我们的资产组合才会有效。有的时候，股票整体估值很低，那么我们可能都不需要债券，只通过分散股票的组合，就能够实现组合的目的了。那么收益率肯定会更高。

作者说，一般的组合都是在股债之间建立的，激进增长型的组合，股票比例会达到 90-100%，增长性一般在 70-80%，平衡性通常股票比例都是在 40-60%之间，收入性则在 30%以下，仅仅把收益率，维持一个高于通胀的水平。

有的时候，我们为了进一步降低波动率，还要在多个市场中进行配置，比如 70 年美国滞胀，但是日本还不错，90 年日本泡沫顶点，美国又不错，2000 年之后纳斯达克泡沫破灭，但随后很快新兴市场出现巨大机会，2009 年之后，风向又转回美国。所以多个地区市场之间，也具有明显的不相关性，但还是之前那个问题，2008 年，全球发生系统性金融危机的时候，任何一个地区和股市都难以幸免。跌的最少的是必选消费，但也下跌了 30%以上，很多国家股市整体都跌幅在 60-70%，当时只能持有国债，黄金和大宗商品去进行避险。至少这个策略到 2013 年是有效的。当世界恢复平静之后，贵金属也就没机会了。经济原理就是，一旦市场发生巨大的危机，那么美联储肯定会大幅降息，释放流动性来应对，降息的过程，会刺激债券走牛，也会刺激通胀产生，那么长期国债和大宗商品就都有机会，股市通常都会经历一轮深度调整。所以这其实也给我们提供了一些反思，在危机爆发前，我们能不能将更多地资产比例，转移到低风险资产上，而等危机爆发中，我们能不能再回来抄底。老齐之前也只有 2015 年和 2018 年两次波段的经验，老实说，把握住这样的机会，其实并不容易。你得完全能够置身事外，不受市场情绪影响才行。而且有的时候，我们是没办法未卜先知的，也不知道这次危机的规模和持续时间有多大，2015 年这种危机就比较好把握，因为盈亏同源嘛，涨那么高，市场那么亢奋，猜都能猜出来，离崩溃不远了，但是 2020 年，美国活久见这波下跌，就不太好把握，相当于是一个尖底回升。我们本来还等待他二次探底，再开始建仓，没想到人家直接底部拉回来了。

华尔街有个著名的狗股理论，说的就是用高股息率的公司，做投资组合，长期回报跑赢大势，但作者说，这其实就是让你去买，市场中跌幅最狠的股票，因为只有跌幅最大，股息才最高。这种策略，在实践中，确实会缓解会下跌的局面，对回撤控制有利。因为确实已经跌无可跌了，但这个策略，跑出优势，需要在一段很长的时间之内，短期他能不能获得更好的收益，这个很不确定，而且每年都在轮换高股息率的公司，这有时候反而会受到周期的误导。

所以我们可以简单的总结一下，你要看一下你的组合，是否够分散，不同资产，不同地区，不同行业，甚至债券上的不同久期，权重分别是多少，最重要的是，这些资产是否足够的的不同。如果你持有了很多的指数基金，那么你也应该测算一下，你这些指数基金里面，重叠的资产到底有多少。

下面我们来看，自己的组合遭遇长期横盘，甚至下跌该怎么办，其实绝大多数下跌，都不会

持续很久，市场肯定会涨回来的，但是如果是那些退休人员，可能就比较麻烦，因为你可能等不起。甚至如果大幅回撤，可能会让不少人亏掉本金。让到期日缩短 20 年。这些都是退休人员承担不起的。

而且，有时候遇到极端情况发生，指数涨回来的时间，也并不确定，比如 2000 年 4 月，标普指数达到 1461 点，而等他再涨回来这个数字，已经是 2013 年 1 月，也就是说，将近 13 年的时间，指数才创新高。这么长的时间，恐怕一般人都扛不起。拿咱们自己来说，2007 年的上证指数最高点，6124 点，到现在也没过去，这都已经是 15 年的时间了。创业板和中证 500 在 2015 年创下的高点，估计也得 10 年才能回去。所以这就是大泡沫带来的伤害，所谓盈亏同源，暴跌始于暴涨。每一轮暴涨之后，往往就意味着这一块，很久可能都没有机会了。

但另一方面，市场也遵循着均值回归的规律，有些指数长期不涨，但是一旦他开始恢复上涨，就会持续创新高。比如刚才也说了 2013 年 1 月标普才 1400 多点，而现在已经是 4700 点了。9 年涨了 3 倍，这个年化回报已经达到 13% 了。

有人说，如果长期不涨的话，是不是还有股息可以拿，但是现实却是，股市的股息率已经越来越低，在 30-40 年代的时候，股息率经常能达到 7%，而如今也就顶多 2% 多一点，所以指望股息消化整个市场下跌带来的资产损失，这个不太现实。如果你恰巧退休前，在这样的市场膨胀期，买到了投资组合，那么可能就真的要欲哭无泪了。那么该怎么办？如何能避免这样的时机。有人说看估值，估值高了就不配，估值低了就去配，但有时候，市场又会持续高估，比如 2017 年以来，其实美股就不便宜了，但是一直涨到了现在，他也没有什么问题，如果 2017 年到现在，你一直都没有配置股票资产，那么损失的可能是翻倍的利润。所以这个损失看起来也不小。那么到底有没有好的办法呢？咱们明天接着讲。

【3】组合投资新思维 3：配置的时机选择

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，组合投资新思维。昨天我们说到了资产配置最难的问题，不是如何配置比例，而是时机的选择。于是很多人都会去想各种各样的方法，比如巴菲特指标，用总市值比上 GNP，百分比越高，市场被高估的程度也就越高。2000 年的时候这个比率达到了 150%，大萧条之前也是 109%，但是最气人的是 2017 年的 1 月，它也达到了 127%，您们猜猜现在这个指标是多少了，基本上超过了 200%，但是美国股市依旧没崩。为什么会这样，就是因为利率环境变了，之前也说了，大萧条时期，利率差不多是 3-5%，2000 年也是这个水平，而现在美国的利率只有 1% 左右，所以就严重影响了股市的估值。理论上，如果市场利率趋近于零，那么大家就都应该借钱去买股票，那么也就是说，股市的估值应该无限大才对。

这是宏观的算法，微观上也是同样道理，所有企业的估值，都是他未来产生现金流的贴现值，那么如果利率趋近于零，那么贴现值就会趋近于无穷大，现在主流机构使用的贴现率都是 5-8%，保守一点的有用 10% 的，所以才得到了 20-30 倍估值这个范围，那如果用 1% 的贴现率，算出来的估值，很可能会差出几倍。

所以 1% 的利率水平，才对应了现在美股极高的估值环境。所以除非美国的利率，恢复正常 3% 的水平，否则股市可能很难跌的下来。这就要看 2022 年，连续加息之后，会不会出现这种情况了。

作者的意思就是告诉我们，市场不是非黑即白，绝大多数情况，都处于中间地带当中，也就是说向上，向下都有可能，我们分析这些，不是为了预测未来市场的走势，而是让你去思考，如果发生各种意外的，你该如何去做应对。这和老齐之前说的是一回事，投资不是打板算卦，投资是应对之道。是一个意思，不是你打听一堆代码，和一个比例就行了，你得能够根据宏观经济环境，和利润周期的不同，不断地调整资产的比例。有的时候甚至我们还要空仓，甚至通过指数期货，给与股票仓位敞口的覆盖。预测这种事，其实比较不靠谱，任何提前的行动，都有可能是错的。所以没有十足的把握，最好不要提前行动。相对来说，用指数期货做保护对冲，就要靠谱的多。当然还有很多其他的办法，比如觉得风险较高，可以切换到风险相对低一些的资产上，比如在市场的顶点，你可以转到可转债上去，也可以转到其他地区的股市，比如2017年你觉得美国股市不靠谱了，那么把钱逐渐拿到A股上，这几年也有不错的回报表现。还可以通过板块进行调整，有些东西高估，看不到收益了，但是另外一些东西，可能收益确定性还是比较高的。再有，让自己拥有足够的耐心去进行等待，有时候宁可错过，也不能被套，错过你只是没有收益，但你持有现金，就相当于拥有抄底期权，比如1998年你没有买入，看似2年你错过了一倍涨幅，损失惨重，但是到了2001年，你发现市场暴跌了近8成，你反而能买到多出一倍的股权了。所以老齐对于组合建仓的理解就是，你有多大的把握就下多大的注，不要总想着去猜测，未来能涨还是能跌，有5成概率上涨，那你就建5成仓位去匹配就可以了。我们敬畏市场的表现，就是永远做到留有后手。

市场中最为昂贵的一句话叫做，这次不一样了，每次繁荣或危机发生，大家都会觉得，跟之前的情况好像都不太一样，但是等这些东西过后，你又会发现，好像没啥不同，比如很多人都会说，2015年那是多明显的群体性亢奋啊，我怎么就没看出来呢，2018年底，多明显的群体性悲观啊，我怎么又没看出来，其实问题就出在这句话上，你总觉得这次不一样了。但实际上，没什么不同，那么这一次呢，很多人都认为，美国长期将利率保持在低位，美国的债务早已经报表，而且似乎不是美国一个国家的问题，发达国家全都是这样，债务不断增加，利率不断压低。由于全球一体化，让新兴市场国家，给他们生产廉价的生活物资，所以通胀还并不高。看起来，似乎已经达到了一种平衡，这次好像的确跟之前不太一样了。但老齐的判断是，不是不报，时候未到，借债这种事情，肯定不可能一直持续下去，美联储的资产负债表扩张，也总要有个尽头，啥时候是尽头呢？就是你的财政收入，不够支付利息的时候，那就只能断供了，到时候恐怕这种模式就会发生坍塌。如果要是世界平稳发展，可能还需要几十年的时间，但是如果因为技术进步，而产生的世界格局的巨大波动，那么可能瞬间就会出问题。而一旦美联储扛不住，开始加息，或者收缩流动性过猛，那么十债利率就会快速上升，对于债券的压力会很大，股市在加息后半段，恐怕也难以幸免。所以至少我们应该知道，这种时候，去配置美债是不划算的，风险收益比较差，一旦遇到加息周期，就要尽量降低股债配比，持有商品，黄金，或者干脆持有现金。才是明智的选择，这就叫做应对之道。

另外，低利率对于经济本身也有各种各样的影响，比如低利率环境会刺激消费，让很多人习惯于透支贷款，比如买房买车，随着利率走低，贷款的年限也已经越来越长。那么这其实对于企业业绩也有影响，造成的最严重的问题就是业绩高估。低利率一直维持，消费企业都会成长很快，但是一旦利率上行，消费企业，可能也会呈现出一定的周期波动。所以当我们做完组合之后，一定要多多的考虑，未来利率的变动方向，想想对你的资产，有哪些影响。那么一旦利率变动，我们又该如何去进行风险对冲。

我们每个人都希望财务自由，说白了就是让你的财务收入，覆盖你的支出，所以我们必须先

要把自己的支出情况想清楚了，然后再去做倒推。也就是说，你要告诉我的是，你大概一个月要用多少钱，一年的基本生活保障是多少。比如有人说，我们家一个月 2 万就够用了，这样一年 24 万，再多给你 6 万，做安全边际，那么一年 30 万支出，那么老齐认为最低 500 万，最多 750 万，你就已经实现这种生活的财务自由了。那么下一步就是教你，如何存到这笔钱的问题。比如夫妻两个人，一年能存下 30 万，以后平均每年多存 10%，那么基本上 10 年你就存到这么多钱了。如果你在存钱的过程中，能够做一个投资，每年让资金再平均增长 10%，那么你存钱的速度能够缩短一半，大概只需要 5-6 年，你就能积攒下这笔钱了。所以其实实现财务自由没有想象的那么困难，关键是你行走走在正确的道路上。有些人好不容易存了点钱，然后买车，换房，买奢侈品加大很多的生活开销，让家庭的积蓄停止增长，甚至在投资市场上，还乱尝试，最后反而让本金损失惨重，这就里财务自由渐行渐远。

有些人天然的以为多赚点钱，就能够解决所有问题，但其实并非如此，关键看你的成本，如果你没有任何积蓄，那么高收入其实反而对你有害。当然也不能指望退休金，退休金只能给你最基础的生活保障，不足以让你过上衣食无忧的生活。一些高收入群体，退休之后往往会收入锐减，生活过的很是拮据，往往会非常难受。所以老齐还是建议，你要把以后的生活想明白了，然后提早做些打算。趁着年轻还有机会，真等到退休了，那就没机会翻盘了。

有些理财师会告诉你，最好倒算现金流，比如给你设计一套本息取出方案，告诉你可以支持到 80 岁，或者是 100 岁。然后你的钱刚好就取完了。这在西方世界很流行，他们追求的都是人没了钱也刚好用完的境界，但是在咱们这最好别这么干，因为老话讲，计划赶不上变化，万一有个意外，可能让你的钱提前见底。而且我们追求的是，总得给子女们留下点什么。所以老齐建议小伙伴们，建立那种永续现金流的组合，也就是说他会一直存在下去。即便你人没了，也可以传给你的子子孙孙，让他们也可以每年提取几十万的现金。这样你的家族，经过几代人的积累之后，就会变得越来越富。子孙后代们，生活的压力也会越来越小，就拿你自己来举例，如果父辈给你做了组合，每月能给你 2-3 万永续现金的话，你的日子是不是会过的很爽？这笔钱来的容易，而且永远存在，花起来就没什么顾虑，所以生活质量提高会很快。明天我们再来讲讲，这种永续现金流的组合构建思路，以及风险防范。

【4】组合投资新思维 4：永续现金流的重要性

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，组合投资新思维，昨天我们说到了，计算自己未来回报的时候，尽量用永续现金流的思路，这样才能帮你抵御不可预知的风险，否则可能一笔意外支出，或者一次市场大幅波动，就让你的到期日提前几十年，这时候心里会慌得一比。[更多分享微 shufoufou]

要想获得永续的现金流，实现长期资产增值的效果，就必须投资股市，而投资股市你就必须要承受波动的风险，很多人总是不敢投资，或者不愿意进场，但其实这就可能让你错过很多获得收益的机会，比如你要是错过市场涨幅最好的 10-20 天，可能长期投资 10 年也会让你没有收益，所以我们最好的办法就是长期留在市场里，尽量去躲避，下跌幅度最大的那些日子。能躲避的话，收益肯定会提升不少，不能躲避，其实也还好。绝大多数情况下，持仓都会比不持仓效果更好。所以老齐总是劝说大家，没事别瞎折腾，没有十足的把握尽量留在市场里面。

但说了这么多，相信很多人还是很感兴趣，希望能找到大跌的时候，对冲的策略。避开市场暴跌的那几天。最简单的办法就是止损退出，比如市场向下波动到 8% 的时候，我们就止损退出。这样就拒绝组合继续下跌了。保护了我们的资产。但问题来了，谁能预测到，这次是大幅下跌呢？也许他跌到 8%，转眼就掉头向上了呢？你不得不用更高的价格，再把他买回来。所以止损这个方法，看似说的通，但其实却极难。甚至你用它产生的损失，可能会比规避的风险还要大。用 10 次，有 8 次止损都是错的。

另外一种方法就是分散，就像我们前面说的，买一堆不相关的资产，这的确是一个好办法，可以有效的控制波动，绝大多数回撤也就不再是问题。有利于我们长期持有。但之前也说了，这种分散，防范不了系统性金融风险，也就是说，金融危机的时候，你还是跑不掉的。

美国还有一种工具叫做 VIX 指数，也就是波动率指数，也有叫恐慌指数的。他也提供了一些金融产品，比如标普 500 指数期权这些东西，帮助大家来对冲风险，一旦 VIX 恐慌指数高企，那么可能经济危机就要来了，作者说，这种衍生品对冲，只适用于非常短的时间框架，如果长期持有这种期货，并且将它移仓到下一个月，那么成本是巨大的。而且波动率指数长期也是向下的，你做多他，去对冲市场风险，那么从长周期来看，必然会侵蚀掉你大量的收益。老齐给你翻译下，持有多头的时候，同时开空仓，这叫做锁仓对冲，短期避险是可以的，长期拿着，那就是脑子有病了，因为持有空仓是需要成本的，也就是说，你把收益控制在 0，然后还要支付做空成本，那么这显然是一个铁定亏损的策略。所以长期肯定是最差的选择。做空英文里就叫做 short，原意就是短期的意思，所以你用它来偶尔避险是可以的，那些持有大资金的人，通常都会这么做，比如我们的基金是 100 个亿，市场出现风险，我们这么大体量是根本退不出来的，所以用做空指数期货的方法，可以减少多头损失。当然，如果你就几万块钱，那就别考虑做空了，直接卖出来就行了。所以衍生品都是给大资金准备的避险工具，与小资金无关。那么指数期货这个东西，就万无一失了吗？其实也并没有解决之前那个问题，你怎么知道这是一次大跌？也许你一开空仓，市场就暴涨反弹了，那么你反而就产生了永久性的损失。所以期货对冲策略，和止损策略是一样的，咱们能不用就不用，除非特别确定的市场行情下，通常这种特别确定的行情，都有一致性预期发生。比如大牛市的末尾，市场极度高估。所有人都看多了，那么你就要带上点保险装置了。一致性预期越强烈，后面崩盘的可能性就越大。啥时候大家都在说，国家不会让股市崩，那个时候就可以选择撤出了，当然 100 个亿的话，你是撤不出来的，那就把空仓保护做好。

所谓做空，其实就是先卖后买，借来卖出，等跌下去，再买来归还。老齐比较反对逆势做空，也就是说在大牛市还在天天涨的时候，即便我们不看好，你可以减仓，但不要去开空仓，啥时候能开空仓呢，就是市场泥沙俱下，已经形成恐慌的时候，再去开空仓做保护。做空一定要顺势而为，要让情绪成为你的朋友，你才有胜算。因为做空是一个风险无限，收益有限的事情，5 块钱，做空，最多他也就把 5 块钱跌没了，但他要涨到 50 块钱，你就得赔 10 倍。所以做空千万小心，能不做空尽量别碰。一般老齐做空，都是采取对冲策略，而不去裸做空，也就是说我是为了防卫，而不是为了投机。

市场上有一种专门的股票对冲策略，就是通过固收产品，也就是债券来打底，然后持有一小部分股票，再把这部分股票可能造成的损失，通过期权进行对冲，这样就能做到足够的平稳，作者比喻，就好比你想喝汽水，但又害怕糖尿病，于是就去喝了无糖汽水，这种股票对冲策略，就是这样的产品，上涨的时候，能够获得比固收更高的收益，下跌的时候，基本可以做到保本，甚至保证一个基础收益也是没问题的。但缺点同样也很明显，那就是收益率很低。

大概也就只有年化 5-6%，比债券略高而已。类似于我们这里的固收加产品。将可以跑赢通胀，但是想获得保值增值是不可能的。不过这也不失为一个选择，至少很多需要现金流的朋友，可以考虑通过固收加产品做个组合。给你产生一个 3%永续现金流，应该是问题不大的。适合于那些低风险偏好的人，做资金归集使用。比如我们的不赔钱组合，任何时间点进入，拿满一年就几乎没有赔钱的可能了。即便是 2008 年重现，你也能保住本金。不过，你要想需要一个 4-6%的永续现金流，这种组合方式就肯定不行了，必须要承担更大的波动才行。

还有一种更复杂的组合构建方式，通过持有股票，和做空期权来组成，也就是说同时做多和做空，那么是不是上面说的有病，白白浪费手续费，这就需要计算了，我们要通过期权对冲的是，股票的估值下跌空间，比如一家公司，30 倍估值，他最低估值是 20 倍，那么我们就得把这部分空间给他对冲掉，带着做空期权买入，付出一点成本，相当于就买到了他最低的 20 倍估值水平。然后这就相当于把向下和向上的估值都给写死了，未来你只能通过这家公司的增长率来赚钱，相当于主动放弃估值变动的钱，而只赚企业成长的钱。巴菲特就经常这么干。所以为啥他能买入并持有那么长时间，是因为估值都被他通过期权给对冲掉了。未来净利润的年化涨幅，就是他的年化收益率。这种组合其实是风险比较低的。回报也是最为确定的。这种做法，相当于给自己的投资上了个保险，你多交的期权费用，就相当于一笔保费。卖出期权的一方，给你的股票下跌提供赔偿。所以在市场不高不低，确定性不大的时候，我们完全可以通过购买期权这种保险的方式，来把他的胜算变大。

期权的价格就像保险单一样，也在随时随地的变化，当大家都觉得不可能发生的时候，期权就会变得很便宜，而一旦大家觉得十有八九要发生了，期权就会很贵了，所以从这个意义来说，在大家都特别看好市场的时候，提前买入一些廉价的期权，是一个很明智的选择。期权这种东西，也得提前行动，逆向投资，如果真等到近在眼前了，那么可能成本就会很高。一个人已经得了癌症，保险公司是不会去给他承保的。

那么这个策略很完美吗？作者说，他确实要风险很低，但是就怕黑天鹅事件，一般使用这个策略的都是专业投资机构，风险被控制住之后，都会去使用杠杆，从而提高整体收益。比如收益是 10%，最大回撤 10%，那么加一倍杠杆上去，收益率就能到 20%，最大回撤，也在 20% 以内，这个是可以接受的。一个平庸的策略，瞬间因为杠杆，变成了一个优秀的策略。但如果黑天鹅发生，可能损失也会放大很多倍，比如说企业盈利没有增加，而因为技术变革，濒临破产了。那你最后损失的速度会很快。作指数大盘也一样，一段时间内利润没有提升，甚至持续下降，形成收缩，也就是说，市场大跌，估值反而拔高了。那么就会损失惨重。又或者，干脆打破了估值最低点，这些都会让你的对冲最终失效。那么杠杆就会放大你的亏损。所以使用这种策略，需要有一个更加精确地计算才行。明天我们再来讲讲，使用复合产品构建有保护的仓位。

【5】组合投资新思维 5：使用复合产品构建有保护的仓位

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，组合投资新思维。今天我们来看看使用复合产品构建有保护的仓位。今天我们来聊聊，复合产品构建保护，如果使用简单的买入并持有的股票组合策略，那么市场的风险是对称的，也就是说，下跌和上涨的概率可能差不多，跌了你就赔钱，而上涨你就赚钱。但是当我们使用期权，复合头寸，也就是买入看涨期权的同时卖出看跌期权，那么损益图会发生一定的变化，之前也说了，上

涨趋近于无限，而下跌则是有限的，最低跌到 0 也就停止了。一般这种策略，会让损益图向左移动，也就是说，下跌变少了，上涨变多了。但综合来看，跟原来的形态是一样的，这么做并没有提供明显的对冲保护。

如果你要想获得一个绝对收益策略，那么你就用高股息的红利 ETF,然后做期权对冲，把涨跌全都对冲掉，最后留下的就是股息的绝对收益。这就是价差头寸。

而更高级的玩法是缓冲股票对冲策略，这个跟我们现在市面上的雪球产品很像，通过期权的对冲，可以把小幅度的下跌，都给对冲掉。但是如果跌幅超过 30%，这个亏损会快速追加，直达最大值。而一旦指数上涨，他基本上也能比指数涨的快一点，那么这个产品最大的问题是什么呢？就在于，他有个到期日，所以通常流动性会有一定的缺陷，另外就是不能出现市场大跌，一旦市场大跌，那么投资者就要承担永久损失。想一直拿着等他涨回来，是不可能了。所以这种策略，一般在市场中低位的时候，是很好的投资方式。国内一般用中证 500 指数，做的雪球产品比较多，如果你对流动性要求不高，可以适当的参与一些。但是一旦到了高位，那么这种资产还是尽量少碰。在 2008 年金融危机当中，这种雪球的结构化产品，曾经导致不少投资人要承担高额负债。所以我们总结，这个更高级的玩法，就是在跟你对赌市场不大跌，只要市场跌幅在 25%以内，这还是一个很好的策略。那么有多大的概率，指数会跌 25%以上呢？从概率上来看，不足 5%。也就是说你有 95%以上的概率是可以获得相对指数的超额收益，甚至是绝对收益的。那么我们在做产品投资的时候，可以注意 2 点，1 现在是不是那 5%的时间，2 可以用资产组合的方式，配置多大的仓位。比如像 2018 年那种情况，你其实可以 8 成都去投这种雪球产品。这两年都能获得 20%以上的年化回报。2021 年初再去投，你甚至依旧可以有 4-5 成的仓位。但 2021 年底，就要谨慎一点，顶多 2-3 成仓位。

很多业余的投资者，其实总在强调收益，但是脱离风险去谈收益是没有意义的，很多东西大开大合，波动率极强，最后拿到一个很高的收益，但其实这个都是镜中花水中月，只要是正常人，都是不可能拿到这个收益率的。所谓主动的财富管理，其实想获得一个比指数更高的投资回报，是非常艰难的，但并不意味着主动管理毫无意义，起码主动管理可以把风险降低，也就是说，我们可以用一半的风险，就能取得大体相同的收益率。这么做的目的是更加符合人性，让大家能够切实的赚到这笔收益。所以大家以后一定要习惯于去看，经过风险调整之后的收益，也就是我们一直强调的一个东西，叫做夏普比率。夏普比率越高，说明投资性价比越高，如果夏普比率很高，收益率也很高，那么这才是一个非常完美的策略。夏普比率越高，才越有利于我们赚到这个收益。夏普比率很低，收益率却很高，这都是虚假繁荣，你是拿不到这个收益的。

大家可以想象一下天气，一个地方常年温度在 28 度，上下也就是 30 度或者，26 度，另一个地方，早上零下 10 度，中午 35 度，下午又快速降温。你还别不信，我们国家就有这个地方，在新疆吐鲁番的塔里木盆地，更是流传了一句民谣，早穿棉袄午穿纱，抱着火炉吃西瓜，所以这两个地方，你觉得哪个更加适宜人类的居住？如果只算平均气温的话，其实根本看不出气候条件的恶劣。其实这跟投资是一个道理，你无法生活在塔里木盆地，那么自然也就无法在波动率较大的产品组合中取得收益。

当然夏普比率也有他的致命缺陷，那就是他只能区分波动，但是并不能区分好波动还是坏波动，也就是说，有可能最近市场大涨，夏普比率就会因为波动增加，反而比率下降，所以就出现了，收益率明明更好了，但是夏普比率却降低了的情况。这就让很多人，错失了好的产

品组合。于是另外一个比率也就问世了，叫做索提诺比率，他引入了一个最低可接受的收益率，低于这个收益率才会被计入标准差，但如果收益率高于这个最低值，则不被计入，也就是说，坏的波动才被统计，而好的波动，则不被统计在内。市场大涨，跑出来的波动提高，并不影响索提诺比率。他的公式是，平均收益-最低可接受收益率，结果除以下行偏差。这也是我们评价一个基金产品，或者投资组合的时候，经常用到的评价标准。你不用会算，他的计算也相当复杂，你只需要会看，知道索提诺比率越高，这个产品的性价比就越高，就可以了。不过，一般专业的基金评测才会有索提诺比率，大部分网站，都只会去放夏普比率。

历史来看，夏普比率最高的是股债均配的组合，也就是说 5:5，或者是 6-4,4-6 这个比例，越是往两端，夏普比率就越低，所以这就告诉我们，越平衡，才会越有利于我们赚到收益。

这就是本书的全部内容了，他并没有给出具体的策略方案，但是却提供了这么几个重要的组合思维逻辑，老齐可以帮助大家回忆一下。

首先，债券可能已经不具备长期配置价值了，因为现在利率太低，未来只要利率上升，就会幅度特别大，那么很可能造成债券市场大幅下挫，所以要特别警惕加息周期。2022 年，美国就是一个加息周期，美债收益率风险就会比较大。而咱们这边，目前债券还有一定的空间，但是长期配置比例，也不宜放得过高，甚至未来会逐渐降低债券的比例。

其次，那么没有债券，如何降低股票配置的风险，我们需要通过对冲实现，一个是行业之间的对冲，比如上下游全都买了，而且覆盖风险敞口，让整个组合更加平稳，通过分散持仓消除非系统性风险。还得通过基本面优化，比如高 ROE 调整，挑出那些长期具有上涨潜力的公司。按照金融上的不可能三角，既要降低风险，也要保证收益，那么就必然是牺牲流动性为代价。所以只有长期配置资金，才能够获得超越市场，且风险较低的超额收益。

第三，还要通过衍生品对冲，尽量消灭估值波动，比如期权，相当于给自己的股票持仓，买一份保险，如果跌下去，幅度过大，那么就有人把钱赔给你。通过这种方式，控制整个组合的回撤幅度。但也不可避免的，会支付一定的期权费。所以未来衍生品，可能是我们重要的资产配置工具，甚至逐渐取代债券的位置。所以资产配置，未来将是一个越来越专业的活，不是每个人都能够干的。[更多分享微 shufoufou]

第四，要根据每个人的特性，来设计相应的产品，作者揭露了很多到期日基金的问题，退休的人，想通过这些基金来实现财务自由和退休生活，其实是充满了风险的，而老齐则更加倾向于，设计一种，每年固定分红 6% 的基金，并且还能够让本金部分抗通胀甚至略有增长，形成一个永续现金流产品。这样绝大多数家庭，存够 300 万，每个月能领 15000 元的永续收入，还能对抗通胀，大家就会大大的缓解焦虑。这其实并不困难，只需要创造一个年化 12% 的长期回报就行了，重要的是控制住回撤。不能遭遇巨大的市场损失。那么就要用到上面的几个对冲策略来实现。

这本书确实比较烧脑，老齐看完之后，马上找了一些策略基金经理沟通，感觉很有收获，特别是让我们跳出了思维的舒适圈，原来我们都被锚定在了股债的配置里面，所以怎么折腾，好像收益率也就那样了，风险也不会降低很多，但是如果跳出债券的固定思维，那么其实世界就完全不一样了。具体的策略我们已经在开发了。未来都会体现在我们的基金上。其实没

什么比学习到新的东西，让自己豁然开朗更加开心了。这就是读书，思考，再实践的价值。我们会变得越来越好。