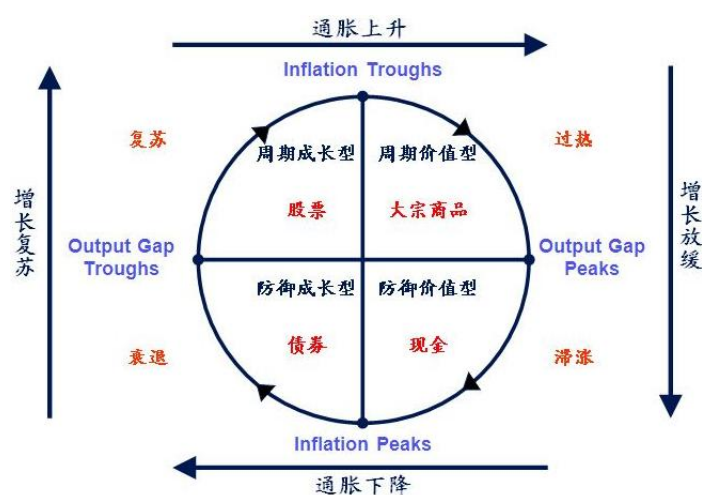


【基金经理手记】大类资产配置与择时(下)

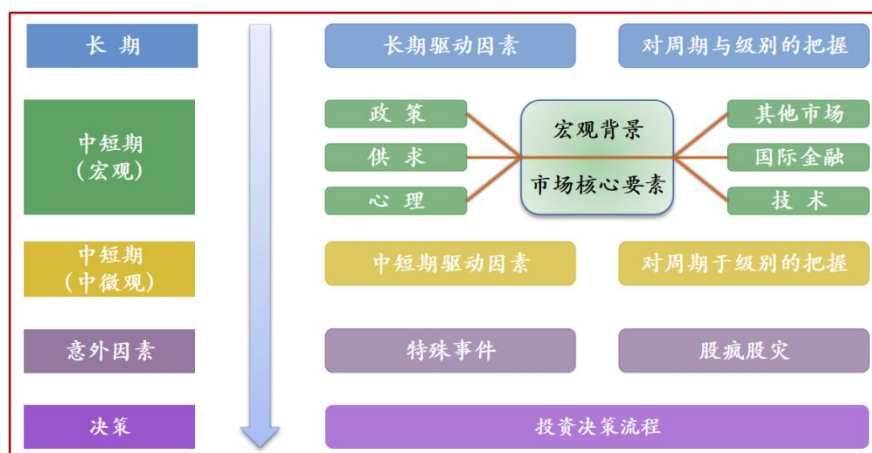
刘 瑞

进行大类资产配置时，我们有定性和定量两个维度的工具。定性判断主要涉及经济增长和通胀两个维度所对应的四种不同组合，也就是美林时钟所阐述的内容，其内核是经济周期不同阶段利率变化所引起的贴现率变化以及产能/库存/需求周期变化对业绩增长预期和估值水平的影响所引起的不同资产价格之间的变化规律。



针对不同时间维度的操作而言，资产配置又可分为战略性资产配置（SAA）和战术性资产配置（TAA）。SAA通常是对于3-5年来说的，TAA通常针对1年以内的战术性调整。

对于超长期的周期维度（5-10年及以上），我们的框架中会关注：制度、技术创新、人口等因素；对于中长期的周期维度（3-5年），我们的框架中会关注：估值、利率、业绩增长、供求、政策等因素；对于短期的周期维度（1年以内），我们的框架中会关注：流动性、业绩增长、投资者心理预期、特殊事件冲击、政策变化等因素。



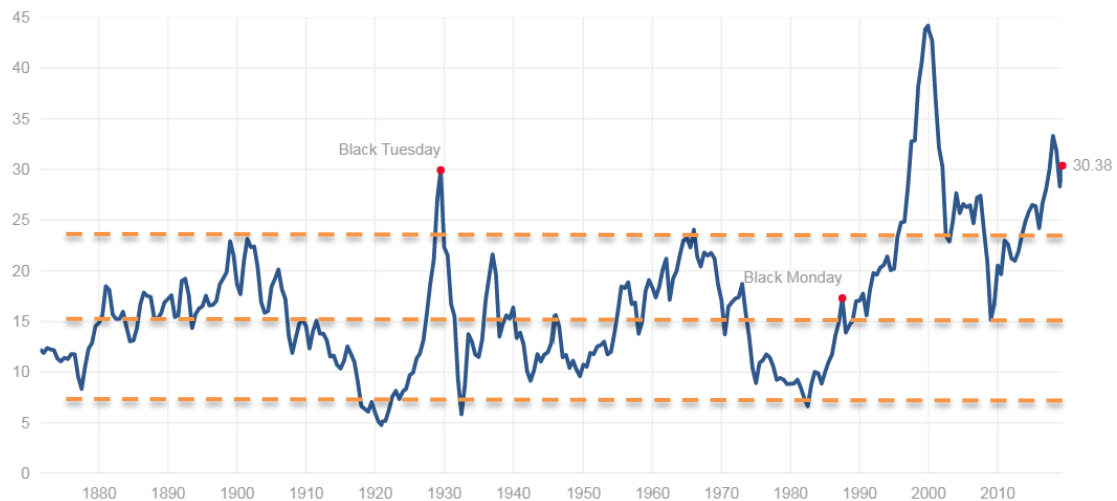
对于不同时间维度以及在不同时间点上，起主导作用的驱动因素有所不同，看一年以内的资产，估值不重要，两三年、三五年的话，估值就上升为最重要的因素。短期贵的可以更贵，便宜的可以更便宜。例如，2015 年的创业板涨到 50x 估值就很贵了，但是不影响到其继续涨到 150x；又如，2014 年的蓝筹股，跌到 7-8x 估值已经很低了，但不影响其继续跌到 4-5x。所以分析框架要对应不同时间的长度，时间长短不同权重就完全变掉了。

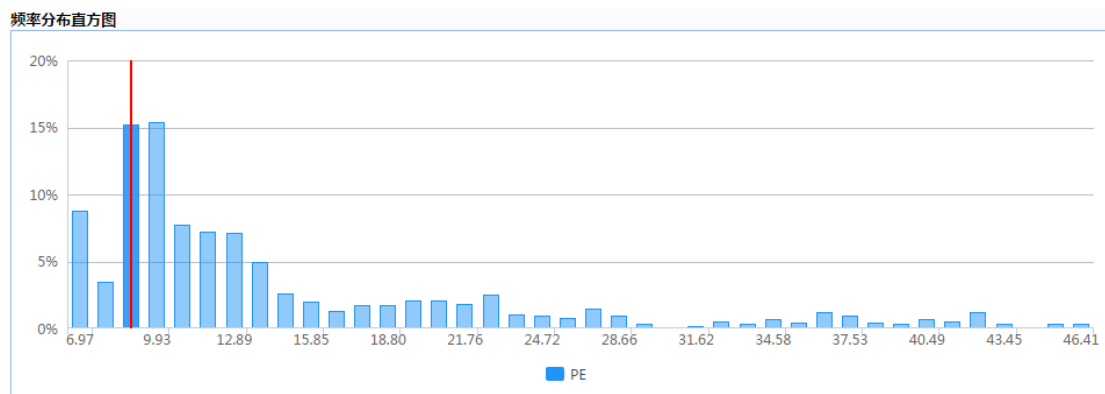
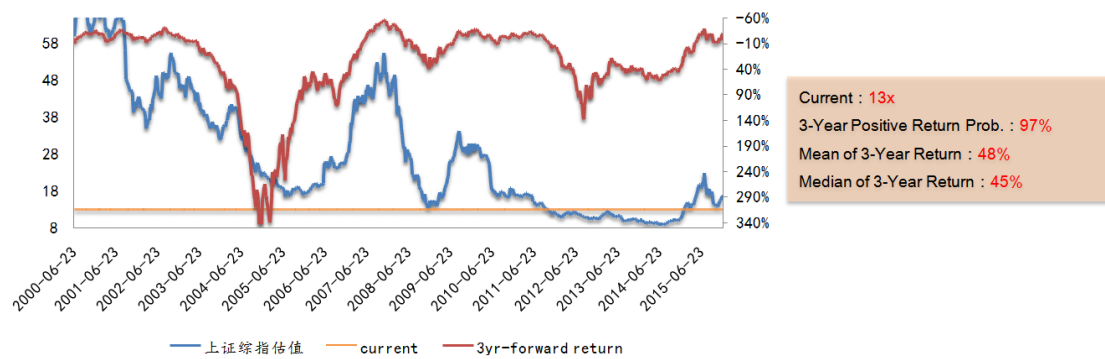
如果屏蔽掉短期的噪声和波动，对于期限较长的资金而言，只要遵循长期均值回归的纪律就能获得长期高于市场的高回报。拉长时间来看，低估值是高收益的核心驱动因素。时间越长估值重要性越高。

美国过去 200 多年来标普 500 的估值中枢大概是 15-16 倍之间，一直都围绕着这个均值波动。如果整体估值到了 30 倍，那就是最好的卖出时机，反过来如果估值到了 10 倍是最好的买入时机。如果是 15 倍左右买入的，长期持有下来大体会 10% 左右的年均回报。我们国家 A 股在 2010 年以前，整个上证综指也好、深圳综指也好，平均估值水平接近 40 倍，现在上证综指、沪深 300 估值中枢到了 13-14 倍左右，估值中枢有了一个系统性的下降，这个是合理的。过去估值那么高主要是股票少、流通市值更小，现在股票多了，流通股本多了自然

就降下来了。但是降到 13-14 倍左右不会再下降，基于中国经济的整体增长可持续性以及利润向各行业头部企业集中的趋势，核心蓝筹宽基指数估值中枢有望得到系统性提升，应该在 15x 以上。

基于保守的情景分析，未来较长时间内 A 股核心蓝筹宽基指数的估值中枢与海外类似在 15x 左右，在此估值水平下买入并长期持有投资人将获得 10-12% 的长期年均收益，基于当前上证 50 指数 9x、沪深 300 指数 12x、上证综指 13x 的估值水平，当前估值水平买入并长期持有的回报将显著高于权益投资的平均回报 10-12% 的水平。





对战略资产配置来说，时间越长我们的计算和判断就越准确，3-5 年我们的准确性基本上能达到 80%、90%。如果判断未来一年的话，准确性只有 50%左右，未来三个月则完全没有办法判断，而实际上市场上大量的人都在判断未来 1-3 个月的市场走势，这是对社会资源的很大浪费。

如下表根据我们的统计，A 股市场中投资的时间越长亏损的概率越小，当投资久期拉长到十年时，亏损的概率为零；同时，投资的累计回报率随着投资久期的增加而显著增加。

05 年起万得全 A 不同持有期限		
	亏损概率	持有期收益率均值
1 周	44.2%	0%
1 个月	43.1%	1%
1 年	39.7%	5%
3 年	37.7%	37%
5 年	15.3%	66%
10 年	0%	250%

长期资金的资产配置理念有如下四点：股权偏好、价值导向、实质分散、逆向投资。投资理念有很多种，有短炒的，有量化的，有看 K 线做投资的，有高频交易的，热点主题、长期价值、宏观对冲等。理念之间没有绝对的好坏之分，投资者需要牢记于心的是，没有最好的理念只有最适合自己的理念，很可能某一种理念短期内创造的收益非常高，但它并不符合你的性格，亦或是投资者并不具备其所要求的高超技艺和能力，因此盲目模仿很可能事倍功半，同时，投资时理念的漂移、信念不坚定，也会造成巨大损失。

股权偏好

股票相比于债券，长期来看风险更小、收益更高。因此，对养老金、捐赠基金、年金、寿险资金等长期资金而言，资产配置中应更偏好于投资股票。但很多大型的机构投资者仍未充分意识到这一点。

价值导向

在确定了股权偏好之后，应该什么时候买入，什么时候追加资金，什么时候减持，又成为了资产配置的一大难题。而解决这一问题，需要使用价值导向的原则，即在有价值的时候追加，没有价值的时候停止追加，在高估很严重的时候减持股票。价值导向的可靠方法是均值回归。研究确定好未来几年各大类资产的价值中枢水平，若当期市场价格在价值中枢线以上较多则处于高估，应考虑减持；处于均值线下方则处于低估，可以考虑买入，长期来看，其产生好的回报是必然的。

实质分散

在大类资产配置中，若我们以股票作为出发点，我们可以在组合中加入其它类别的资产（例如：房地产、自然资源、大宗商品、加杠杆的固定收益等），如

果这些类别的资产能够产生像股票一样的高收益,但收益模式又不同于股票资产,那么投资者技能实现高收益,又能实质性分散风险。如果持有 15 种资产,不同资产之间的相关性是零的话,整体的波动性可以降低 80%。这种分散化投资策略在降低风险的同时并没有牺牲预期收益,对投资者而言,它相当于是一顿“免费的午餐”。

逆向投资

逆向投资,指在市场低迷的时候选择买入,在市场最亢奋最火爆时卖出。逆向投资是违背人性的,但可以创造较高的超额收益。要重点强调的是,资产配置不等于择时,资产配置是基于资产的长期价值,而非基于对短期价格走势的判断。

在介绍完各资产类别的风险收益特性后,我们简单聊一下择时的相关问题。

常用的投资组合管理工具有三种,即资产配置、择时和行业/证券选择。择时是市场股票投资者最关心的问题之一。

运用择时策略有悖于严格的投资组合管理原则。凯恩斯在国王大学投资委员会的备忘录中写道:“由于种种原因,择时的想法是不可求的,也是不现实的。那些企图择时的人,经常卖出太晚、买入太晚或者同时买入和卖出太晚,因此要承担巨大的代价,而且择时会助长投资者不安定的投机心理。”故意使投资组合短期偏离长期战略目标会给投资带来巨大风险。

市场上进行短期择时的方法有很多:看 k 线的、量化的、基于 macd/kdj 等技术指标的、基于舆情的、基于事件驱动的等等。

历史上有很多投资者利用 TAA 做短期策略性调整,其通过大量持有现金或者固定收益资产保护自己的组合,以图免受股票下跌之苦。然而,当股票市场回暖时,投资者并不能及时将股票仓位提升,承担了高昂的机会成本。结果是,无

论是散户、机构投资者、主权基金、大学捐赠基金还是保险基金，其长期回报率鲜有达到权益投资长期年均 10-12%水平的。

长期来看没有人能够通过短期择时稳定获取收益。在 2005-2018 这 13 年共 3000 多个交易日中，沪深 300 指数年均回报是 11%左右，但只要去掉其中涨幅最大的十个交易日，回报就降到了 4.6%，没有人能够有能力在 3000 多个交易日中精准挑选出那 10 个交易日进行操作。

长期以来，无论是国内还是成熟市场中，投资者因为试图进行择时操作而承担了高昂的成本。美国 GMO 国际价值线基金的长期业绩很好获得了年均超越大盘 2.8%的回报，然而投资于该基金的机构投资者年均跑输市场 2%，这年均 4.8%的差别来自于机构投资者的择时操作。下图阐述了海外成熟市场中投资者因为择时而造成的损失，科技行业最严重。

类别	资本加权收益率	时间加权收益率	差额
科技行业	-5.7	7.7	-13.4
通讯行业	3	8.4	-5.4
医疗保健行业	8.5	12.5	-4
大盘成长	4.4	7.8	-3.4
小盘成长	5.4	8.4	-3.1
中盘成长	6.3	8.8	-2.5
小盘平衡	9	11.3	-2.4
自然资源	10.3	12.4	-2.1
小盘价值	11.6	13.6	-2
房地产	13.4	15.4	-2
中盘价值	10.4	12.2	-1.7
大盘平衡	7.5	9.1	-1.5
金融行业	12.8	14.4	-1.6
温和配置	7.3	8.4	-1.2
中盘混合	10.6	11.4	-0.8
大盘价值	9.6	10	-0.4
保守配置	7.2	7.5	-0.3

不少人经常混淆资产配置中逆向投资和动态再平衡与择时，逆向投资和动态再平衡是基于各类资产的长期价值所做出的资产配置调整，并非基于短期价格波

动的预期而进行的择时。对于此，我们可以通过两个可以被追踪到数据的长期投资大规模资金的例子来阐述逆向投资和动态再平衡对于组合管理长期收益的贡献。

全国社保基金是国内长期可追踪的以长期投资为目标的较大资金投资组合。其境内股票委托组合 2003-2011 近十年时间里，年均收益率为 35%，其中，资产配置贡献的收益率为 19%，委托管理人超额收益为 16%。资产配置贡献中再细分，其中，市场指数贡献收益率为 10%，动态配置调整收益率为 9%。理事会曾申购了邓晓峰管理的博时主题公募基金，近 8 年期间基金净值年均回报为 15% 左右，而理事会作为持有人来说累计回报率高达 16 倍，远超基金净值增长。原因是，理事会在 2007 年市场热度很高的时候大比例赎回，然后再 2008 年、2009 年、2011 年和 2012 年陆续进行了申购，体现了基于资产长期价值的逆向操作理念。

类似的，耶鲁捐赠基金通过动态再平衡使组合始终遵循战略配置目标，该操作作为组合贡献了超越静态 SAA 的超额收益。举例来说，2003 财年耶鲁基金对国内股票进行再平衡操作中，产生的交易量约为 38 亿美金，买入和卖出各一半，再平衡操作产生的净利润高达大约 2600 万美元，在市值总计 16 亿美元的国内股票组合中超额收益为 1.6%。

多年以来市场上有一个流行的说法，大家认为中国股市不成熟、牛短熊长、长期以来是个博弈市场并未给投资者创造收益，我们并不同意这个看法。过去近三十年中，A 股主要指数年均回报率在 12% 左右，这与海外成熟市场基本一致。若在这期间对 A 股标的进行傻瓜式的等额投资，长期能够获得近 20% 的回报（统计数据基于当前时点，需要指出，当前时点为 A 股历史估值底部，若拉长时间

看，复合年均收益显著超过 20%)。

过去近二十年中，A 股的复合年均回报超越同期全国房价 (统计数据基于当前时点，需要指出，当前时点为 A 股历史估值底部，若拉长时间看，复合年均收益会更高)，这符合权益资产是长期回报率最高的资产类别这一特征。

因此，A 股市场没有什么特别的，同样遵循经典的大类资产收益风险特征，前文中资产配置的理念完全适用于 A 股。其实，A 股新兴市场特性造成的高波动率本质上使得在该市场中遵循正确大类资产配置理念的投资者能够长期获得相对于成熟市场更大的优势和更高的回报率。

A 股投资者真的很幸福，只要遵守一些简单的纪律和规则，便能长期轻松跑赢巴菲特的收益率。今年初接任美国最大养老金——拥有 3600 亿美金的加州公务员退休基金首席投资官的孟宇将挑战年化回报 7% 的目标，若能够大量投资 A 股，完成目标的难度会大大降低，耶鲁基金也表示将在未来加大对于 A 股的投资力度。