



## 当下的股债配置

联系人 吴晨曦  
电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn  
电话 021-68555105

构建投资组合的最终目的，是在管理最大回撤的基础上，获取长期回报。

### 一、最大回撤的决定因素

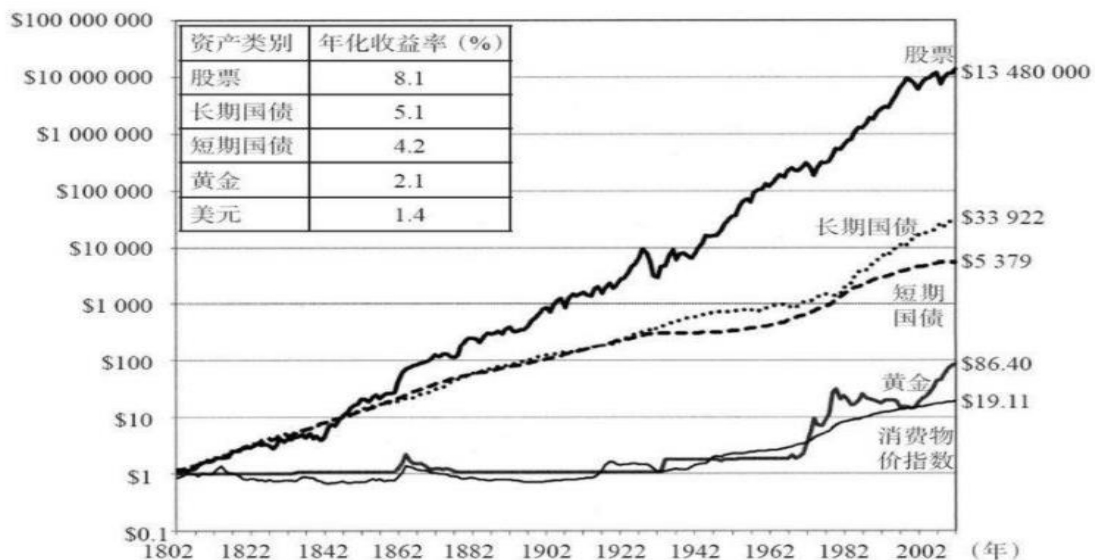
投资的过程，要么在资产配置，要么在择时，要么在选择具体的投资标的，不可能有其他情况。

在 1986 年，三位著名学者 (Gary P. Brinson, Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower) 曾发表了一篇叫做《投资组合业绩表现的决定因素》的论文。其中的结论是：投资组合回报的波动性，有 93.6% 都是由资产配置决定的。而择时和投资标的的贡献可以忽略不计。

也就是说，择时和选投资标的的行为，对组合波动，尤其是最大回撤的贡献很低。投资组合中股票、债券、相关性低的资产的比例才是决定性的。

### 二、长期回报的来源

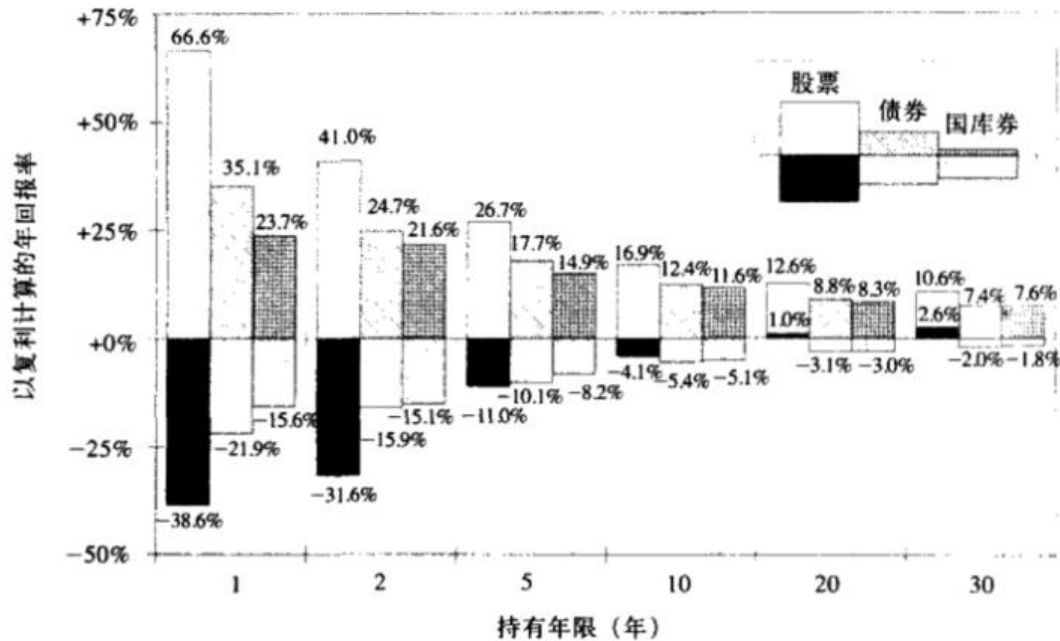
图表 1 两百年来各类资产收益比较



资料来源：《股市长线法宝》，铜冠金源期货

从《股市长线法宝》统计的过去两百年数据来看，股票是长期收益最高的资产。具体到年化收益率上，美国股票从 1900—2017 年的长期收益率是每年 9.6%。如果用代表整个 A 股市场所有公司的万得全 A 指数，从 1994 年底到 2020 年九月，指数从 380 点左右增长到了 5000 点左右，算下来的年化收益率是——10.4%，略高于美股。

图表 2 各类资产持有期限内实际回报率的最大值和最小值（1802 年-2006 年）



资料来源：《股市长线法宝》，铜冠金源期货

但股票的波动同样高，除非你的时间框架真正允许你在等待上涨的同时度过下跌。当持有期限在两年以内时，股票的波动显著高于债券。

Howard Marks 指出，卓越和差劲的业绩混合后，可能带来平庸且波动的长期回报，长期超额回报的根基是避开大灾大难，基金经理最重要的工作是在进攻和防守之间取得合适的平衡。即，在持仓和空仓、各类资产之间取得平衡。

### 三、平衡的方向

思考进攻和防守之间的平衡的方法是去考虑投资者每天面对的“孪生风险”：亏钱的风险和错失机会的风险。在理论上，你可以消除其中一个，但无法两个都消除。甚至，消除了其中一个风险会让你完全地暴露在另一个风险之中。

当下两个较为突出的估值对比，展现了债券的相对价值——也就是说，亏钱的风险更小，错失机会的风险更大。

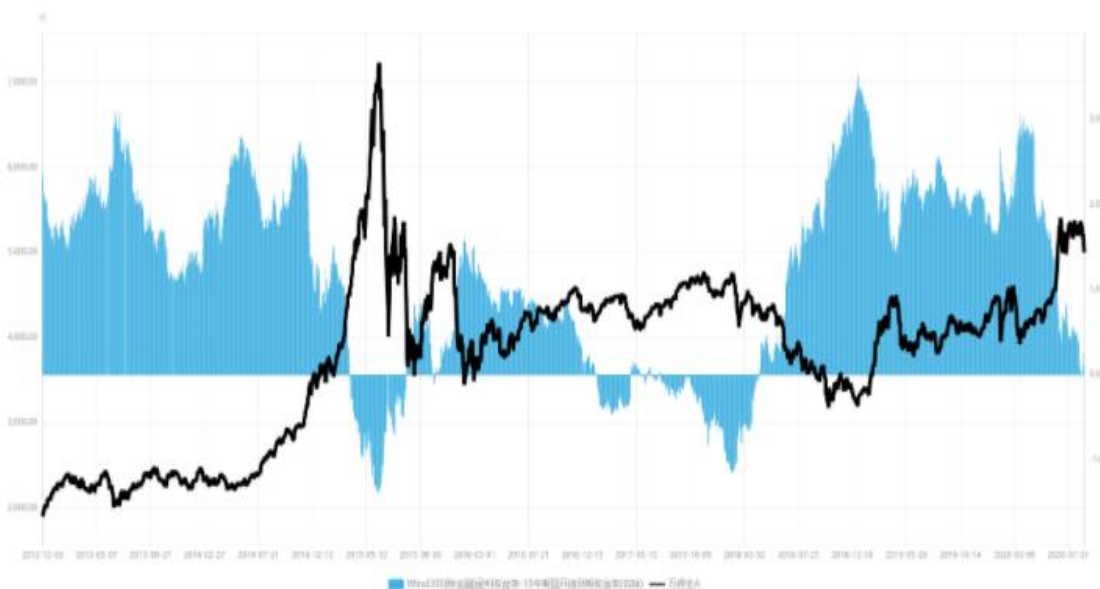
图表3 中美十年期国债利差



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

首先是历史最高的中美利差，达到 242 基点。

图表4 股权风险溢价、万得全A指数



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

其次，股权风险溢价几乎为零。这意味着当下市场离奇的定价——更高波动率的股票与债券的标价一致。

#### 四、总结

我们需要同时考虑最大回撤以及长期回报。而择时和投资标的与最大回撤几乎无关。由此，我们开始考虑资产配置。从波动性的角度考虑了当下的股票和债券市场后，我们发现了由股票转向债券的合理性，因为债券相对变得便宜。但这并不是说当下是最佳的买入时点。须知投资中并没有确定性，故而**增量买入**比满仓或空仓更好。而什么都不买将会令人追悔莫及。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762

### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A2506 室  
电话：0562-5819717



## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。