



投资中的资产配置与择时

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

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。

资产配置指的是，选择并定义构建投资组合的各种资产类别，以及决定各资产类别在投资组合中的比重。

择时是指通过短期内偏离长期资产配置目标来获利的一种投资策略。

投资标的选择是指对单个资产类别进行积极管理。

以下内容部分参考张潇雨在多篇研究中的思路。

一、资产配置决定投资收益？

许多投资者都信奉一个金融法则，即合理的资产配置决策决定投资收益，择时和证券选择的作用是次要的。在 2000 年发表的一项研究中，Roger Ibbotson 和 Paul Kaplan 得出结论：“平均而言，资产配置政策对组合收益的贡献略超出组合的总收益”，这意味着证券选择和择时对投资收益没有任何实质性贡献。“长期来看，基金投资收益的变化中大约 90% 可以归因于资产配置政策的变化。”

二、择时的意义不大？

彼得·林奇在一篇采访中阐述自己的研究结果：在较长的时期内，即使一笔交易买到了最低点，在整体的资产配置中也并不重要。他的研究方式是，在 1965~1995 年的 30 年间，如果投资者每年都在市场最低点（精确到最低点的那一天）买入，他将获得年均 11.7% 的回报。而如果他不幸每年都买在最高点，也将获得 10.6% 的回报，每年差别只有 1%。

图表 1 择时在沪深 300 中的模拟

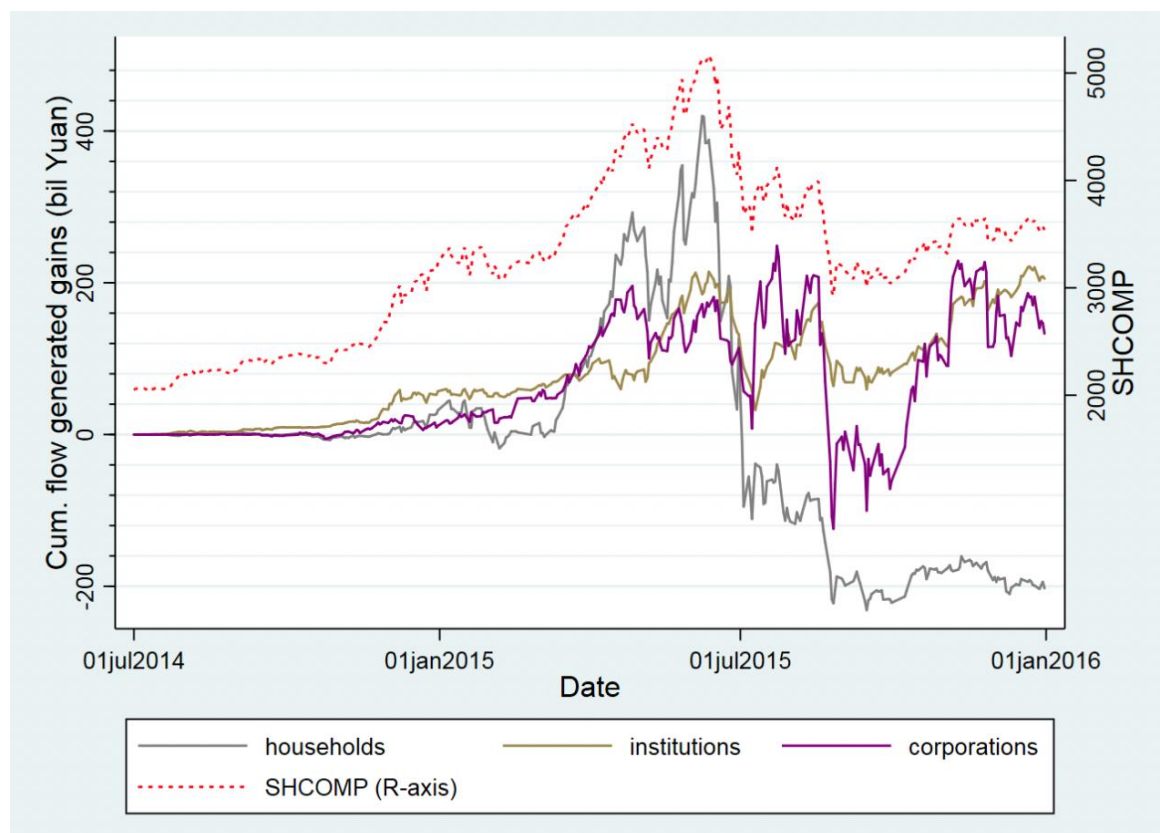
A 沪深300	每年最低点买入	每年第一天买入	每年最高点买入
开始时间	2002/12/31	2002/1/4	2002/6/28
投入 (元)	19	19	19
产出 (元)	59.52	50.80	39.01
累计收益率 (%)	313.2%	267.4%	205.3%
内部收益率 (%)	10.8%	9.1%	7.0%

资料来源：铜冠金源期货

这个结论在 A 股市场也同样适用。时间拉长后，每年都买在最低点与最高点的差别为 3.8%。

三、择时陷阱

图表 2 股灾中财富的再分配



资料来源：Wealth Redistribution in Bubbles and Crashes，铜冠金源期货

一篇论文研究了 2014 ~ 2015 年的牛市与随后股灾中的财富转移。研究者发现，在 2014 年牛市初期的上涨中，大部分投资者减少了股票持仓。到了牛市顶峰前的那几个月，眼看着市场不断上涨，大量投资者按捺不住，重新入场，买在了高位。随后在底部割肉离场。

需要注意，2015 年股灾后机构之所以盈利的重要因素，是无法普遍如个人投资者一样选择清仓离场。**机构的择时操作同样备受质疑**。大卫·斯文森研究发现，1987 年股灾之后，机构投资者重新进行资产配置，将超过 5% 的资产从股票转移到债券和现金。一直到 1993 年，机构都承受着巨大的机会成本损失。

甚至最出色的投资者也可能失败。老虎基金在 1980 年-1998 年的年化收益高达 31.7%。而由于做空科网股泡沫，老虎基金管理的资产从 230 亿美元狂跌到 65 亿美元，并在 2000 年 3 月 30 日正式关闭。20 天后，纳斯达克指数暴跌。

四、为什么资产配置决定投资收益？

Roger Ibbotson 和 Paul Kaplan 的研究描述的是投资者行为，而非金融理论。他们研究的样本为机构投资者，**机构投资者持有广泛分散化的投资组合，并且尽量避免择时操作，因此资产配置决策才成为决定投资组合收益的最重要因素**。

资产配置决定投资收益有两点因素：

1. 择时太难。
2. 资产配置降低投资组合的波动性。

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。

五、择时陷阱可以越过吗？

择时伴随着高买低卖的巨大陷阱，但并不意味着不可逾越。**择时陷阱的背后是人们对风险感知的迟钝与滞后**。

从这个角度看，彼得·林奇的研究只考虑了买入，而没有考虑卖出，从而低估了择时的收益。而更多的机构及个人投资者的择时行为，是忽视风险的追涨杀跌。客观的说，这种忽视风险的举动，给注重风险的投资者带来额外的收益。

如今的风险与回报 探讨过风险的概念和误区，此处不赘述。择时的本质是在**权衡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。从衡量风险的角度看，择时并非预测价格，而是低估买入，高估卖出。

六、结论

在降低组合的波动性方面，资产配置功不可没。

资产配置并非唯一的投资收益来源。

虽然择时普遍给投资者带来负收益，但也孕育着超额收益的源泉。

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。