

资产配置是“免费的午餐”？行为金融+资产配置艺术

尹文强 芮萌 [中欧财富管理研究中心](#) 2019-04-02

各位看官，上回我们说到我国大多数金融消费者在投资理财方面还没有树立健全的投资观、老百姓资产难增值的问题，这一回我们将从行为金融的心理方面和实际数据方面为你呈现资产到底是不是“免费的午餐”，它到底有没有市场上投资专家所说的艺术性。

关键词：资产配置 行为金融 免费的午餐 艺术性 风险

行为金融的诠释

实际上，并不是投资离我们越来越远了，而是投资对金融消费者所提出的知识掌握要求越来越高了。在与一些 P2P 爆雷的受害者交谈的过程中，我们发现受害程度最深的是那些“全仓押宝”给 P2P 的金融消费者，为了获得更高的利息，他们不惜把所有家产都押注于没有保证的高风险、高收益理财产品上。这种“赌徒心理”实际上属于行为金融学里的偏离范畴。

学术界将个人投资者发生偏离的原因归纳于四大类：第一类是情感原因，即表现为投资者未来投资风险及表现的不确定性（为了能够及时，快速的做出投资决定，情感对投资的判断有时候起到了至关重要的作用）（Slovic, 1972）[3]；第二类是认知性限制（Cognitive Limitation），即人的投资选择是建立在简化的流程或启发式的探索，而且处理大量信息数据的能力非常有限；第三类是心理动机（Psychological Motives），例如贪婪、需要安全感、成就感、安全感等等（Roszkowski&Grable, 2007）[4]；最后一类是为了获取低失误的成本（Haselton, Nettle & Andrews, 2006）。[5]



我们之前所说的赌徒心理就属于过度自信式和控制幻想型偏离（Langer, 1975）[6]，即过于对市场或自己的专业知识保持盲目自信，以及幻想自己某一天能主导控制财富并实现财富自由。这种把鸡蛋全放到一个篮子里的做法，根本无法抵御篮子翻了的风险。

资产配置是什么？

看多了市场上各种评论家对资产配置的诠释，今天我们从学术派的角度看一看什么是资产配置。William F. Sharpe（CAPM 资产定价模型的奠基人、1990 年第 13 届诺贝尔经济学奖获得者）在发表的资产管理期刊中对资产配置进行了定义：**资产配置是一种在许多“主流”资产种类中将投资者资产进行分配的方式（1992）**。[7]运用到实际的金融市场中来，纽约证券交易所注册公司 SniderAdvisors 的创始人 Kim Snider 在接受采访时评论说：**资产配置实际上就是尝试把整个一个大投资组合拆分成多种资产种类或资产等级，例如股票类，固定收益类，现金类等等**。[8]一个良好的资产配置经常会考虑到三个维度：时间维度、风险容忍度、和流动性维度。



中欧财富管理研究中心

时间维度：投资时长是驱动资产配置的一大主要因素，例如当一个金融消费者在 20 岁左右为自己 40 年后退休做准备时，通常会考虑投资较有风险的资产；相比较而言，父母在为子女准备教育金时通常会把更多资产投入到比较稳定的固定收益产品中。

风险容忍度：将风险容忍度量化后，实际上它是我们经济学里所说的机会成本。换句话说，投资者是否愿意损失他们其中一部分或所有资产来换取更高的回报。激进的投资者可能会把全部资产投放在更高收益的产品上，而保守型投资者可能更倾向于低风险、低收益的产品来寻求本金保障。

流动性维度：指的是将资产变现的能力和速度。投资不是全仓加注，谨慎的金融投资者理应为“意外”事件做准备。

用一句话总结三者的关系：一个没有承担足够风险的投资者也许不会达到目标收益，而一个承担过多风险的投资者也许没有足够的现金流。



你好好反思一下

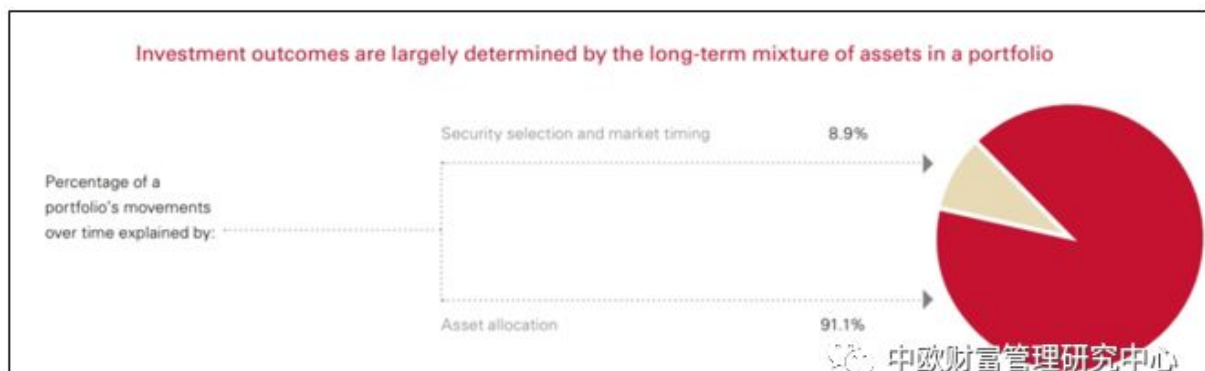
中欧财富管理研究中心

为什么要资产配置？

资产配置的意义在哪里？艺术性又体现在什么地方？大多数人的投资目标都非常明确，比如为退休作准备、资产保护、为子女教育金做准备等。现如今我们大多数国人听见投资这个词，直接的联想都是资产升值、一夜暴富等词汇，而忽略了内在风险。但是需要注意的是，投资升值涉及的是一种概率，谨慎的投资者要特别留意资产的组合以提升获利的可能性并最终达到投资目标。

资本市场为投资者一共提供了三种投资工具：资产配置、择时交易和证券选择。美国两大基金管理公司之一的领航投资（The Vanguard Group）陈述认为：“资产配置对投资组合的影响是最大的；资本市场实际上好比是变幻莫测的天气，没有人能准确的预测出明天的情况，证券选择和择时交易在长期都不是必胜战略。”[9]资产配置的本质是通过资产的多样化（diversification）配比来减少总投资风险。一般来说，股票、债券、现金类等资产并不总是联动涨跌的，总会有某个资产在某个时期是逆势而动的，即学术上所说的相关性。某些市场利好消息也许会导致一类资产升值，但同时也有可能致其他资产贬值，相比联动涨跌，这种金融的非相关性就在一定程度上减少了投资者的损失、改进了投资组合的特性、并最终带来更稳定的收益。

Gary P. Brinson, L. Randolph Hood, 和 Gilbert L. Beebower 三人在 1986 年发表的 *Determinants of Portfolio Performance* (投资组合表现的决定性因素) 文章中说道: 资产配置是一个投资组合回报收益可变性的主要决定因素。[10] 同时, Scott 等人 2016 年在学术文章中对其进行论述后证实了这一结论而且还总结出了资产配置、择时交易和证券选择之间的关系。[11] 图表如下:



这幅图主要是想向投资者传递两个信息 1) 投资成效在很大程度上由一个投资组合中的长期资产混合而产生; 2) 资本市场提供的三个投资工具中, 资产配置对一个资产的作用最大, 占比 91.1%, 而证券选择和择时交易加起来才不过 8.9%。所以想要资产增值, 金融消费者应当把更多的关注点放在资产配置上。



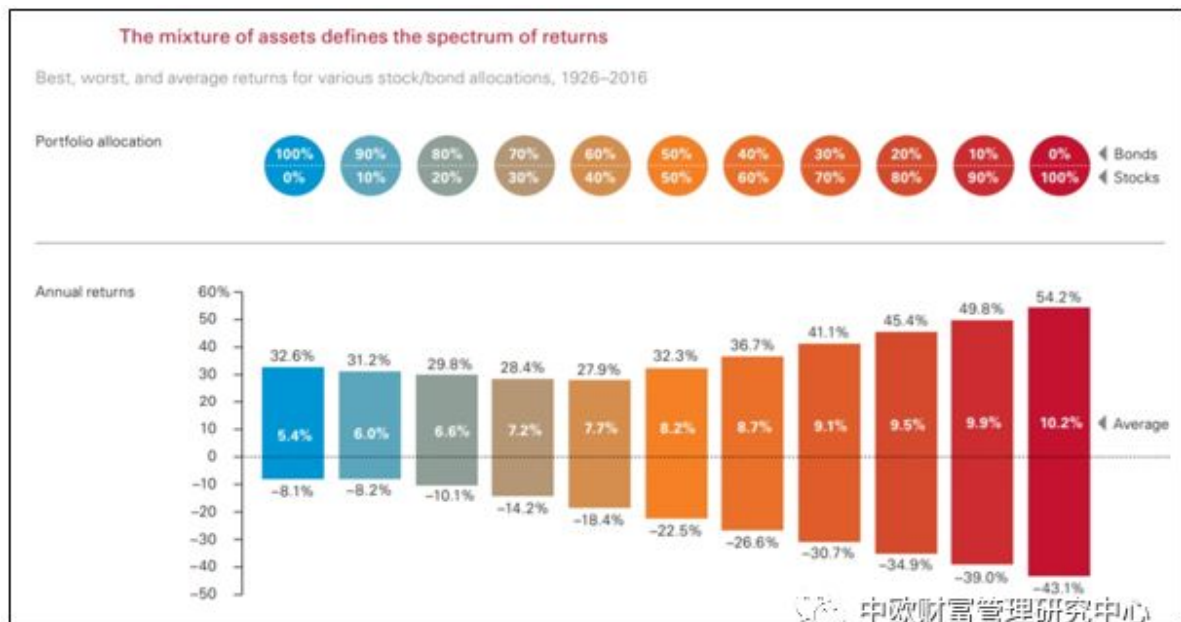
投资组合是免费的午餐

“天下没有免费的午餐”是我们人尽皆知的一个俚语。但是诺贝尔奖获得者、现代资产组合理论（MPT）之父哈维·马科维茨先生却称多元化投资是“金融界里唯一的免费午餐” [12] 因为通过将资产进行多元化组合后，一个投资者可以在降低风险的同时保持收益的不变或在风险不变下提高收益。

这里举一个例子，假设你有一个非常好的机遇购买一只证券或其他资产，它的资产在未来的几年内有 50%的可能性上涨 6%，另外还有 50%可能下跌 4%。那么根据理论，预期收益为 1%（ $50\%*6\%-50\%*4\%$ ），但是实际上对于这种单一的资产，几年以后的情况只有盈利 6%或者损失 4%两种情况。我们且称这为资产 A。

现在我们再加入一个资产 B，它与资产 A 的情况一样，但是当资产 A 升值时，资产 B 贬值。如果资产 A 升值 6%，资产 B 贬值 4%；资产 A 贬值 4%，资产 B 升值 6%。假设投资者各投 100 元给资产 A 和资产 B，当资产 A 升值 6%，收益 6 元，资产 B 损失 4 元，加起来总共 202 元；相反，当资产 B 升值 6%，资产 A 损失 4 元，加起来还是 202 元，比原先投资的本金 200 元多出 2 元，远比净损失 4 元、6 元要好。所以无论哪种情况，相比两种资产同升值或同贬值的情况，投资者都能在风险互相抵消的情况下净挣 1%。重要的是，投资者并没有为此付出额外的代价，仅仅是将两种资产合并在了一起。这就被称作免费的午餐。

下图为 1926 年到 2016 年间美国股票与债券的资产组合配置及收益情况。上半圆代表的是债券配置百分比，下半圆则代表股票配置百分比；下面表格中的数字由上至下依次为不同股票与债券配置组合后产生的最高收益，平均收益和最差收益。让我们先看两个极端情况。



在表格的最左边，投资者如果将全部资产都投给债券类资产，最好的情况下可以从市场收益 32.6%，但是最差的情况就要损失本金的 8.1%；在表格的最右边，如果投资者将全部资产都投在股票当中，最好的情况是可以从市场中收益 54.2%，最差时就要亏损 43.1%，除非是对这种大起大落不在乎或有巨大承受风险压力的人，大多数人一般是不会拿自己本金下赌注的。

看完了两种极端，我们再来看一下中间的资产配置比例，对于那些没有良好掌握金融知识的投资者来说，也能玩转金融，即把 50%的本金投放在债券中，剩下 50%的本金投放在股票中，年平均也有 8.2%的收益。这种大概率的“稳赚不赔”就是资产配置的艺术性所在。

耶鲁大学基金投资奇才大卫·斯文森曾说“债券和股票之间的差异所表现出的多元化水平超过了由传统有价证券支配的投资组合所表现出的多元化程度；当实际通胀与预期不相符时，持有股票和债券就是多元化程度最高的投资选择。” [13]

~~~~~ **第二回（完结）** ~~~~~

**意犹未尽？别着急，下回为你讲述市场特性和集中投资的危害。**