

【基金经理手记】大类资产配置与择时（上）

刘 瑞

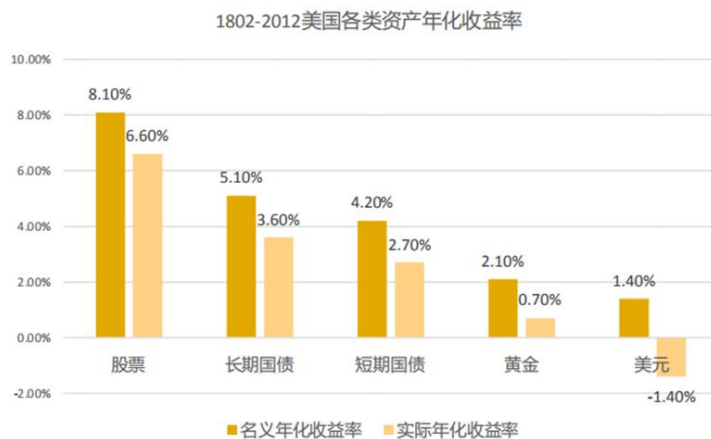
资产配置是投资中最重要的事，在成熟市场资产配置决定了 90%以上的回报，即便是在新兴市场资产配置也决定了 70%以上的回报。这其中的原因在于，成熟市场的效率很高，跑赢基准获得阿尔法难度很大，因此投资者的回报主要来自主要指数，据统计，拉长时间看，有 82%的美国基金业绩不敌其对应基准；虽然新兴市场的效率低一些，但通过在数千只标的中选出几十只去战胜市场难度也是非常大的，根据我们的统计，过去十年能够跑赢指数的公募基金仅为 22%。

资产配置中涉及到的资产类别大体可以分为几类：股票、债券、另类投资（包括：杠杆并购、自然资源主要是森林和土地、不动产、VC/PE、商品等）、现金等。

下面简要描述几个核心大类资产的风险收益特征，随后我们主要聚焦到权益投资的长期投资理念上。

权益投资

下图为我们揭示了：长期来看，股票投资为投资者创造了最高的回报。



或许上图复合年均回报率对于基于复利威力作用下股票长期投资回报率远高于其他资产的事实阐述的不是那么直观，那么我们可以参考下表数据，其直观展现了长期投资权益类资产可以产生令人惊叹的收益。

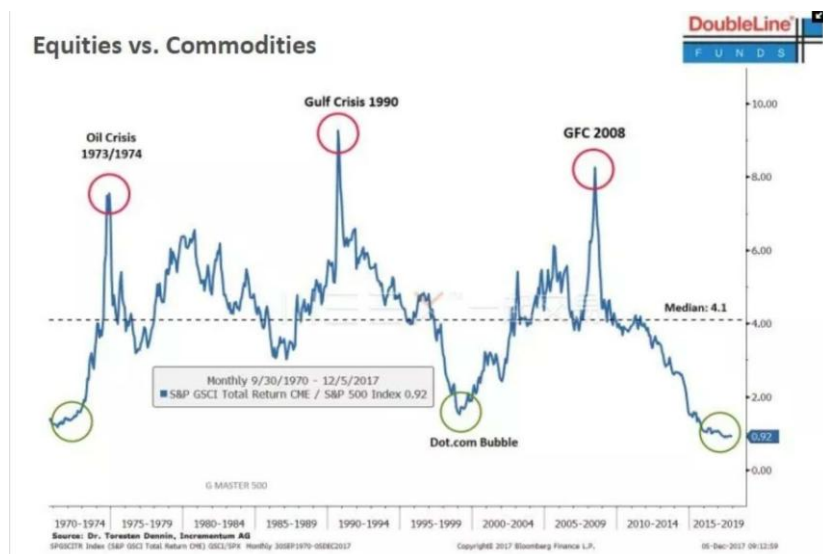
1802-2005 年美国各类资产财富乘数和通货膨胀乘数

资产类别	乘数
通货膨胀	16 倍
短期国债	4800 倍
长期国债	19500 倍
大盘股	1030 万倍

股票的长期年均回报为 10%左右，这个特征不论在发达国家还是新兴市场都成立。美国、英国在一战、二战时交易所都关闭过，德国经过一战、二战的惨败，还经历了 1921-1923 年魏玛共和国的超级通胀，但拉长时间看，他们股票市场的长期回报率都是 10%左右；新兴国家也是一样，巴西、阿根廷、印度、中国过去 20 年股票的年均回报都在 10—18%之间。股票投资拉长时间的回报就是在 10%左右，有的国家还高一点。阿根廷这 20 年实际 GDP 增长很低的，每年增长大概 1%左右，但是股票名义回报每年有 18%，实际回报也有 8%，经济不怎么增长股票也有这样的回报。

黄金

纵览人类过往数千年的货币史和利率史不难发现 ,超长期来看 ,黄金能保值 ,但它不产生实际回报 ,过去两百年累计来看它的实际回报是零。对于黄金价值判断的锚要比权益和固定收益等其他类别资产模糊一些 ,黄金价格对于价值的回归需要的时间更长些。虽然超长期仅取首尾来看黄金几乎不产生实际回报 ,但是若将时间维度缩短到十年左右的中期水平来看 ,黄金会在该时间区间内表现十分突出 ,例如近年来的 1971-1979 年、2001-2011 年等。另外 ,黄金是价值最高、质量最好的抵押物之一 ,大部分投资者对于黄金价值的认识是有所偏差的。



固定收益

债券具有独特的风险收益特征，与股票一起构成最传统资产类别，是重要的组合收益来源之一，并且可以分散其它资产的系统风险。长期来讲债券能够为组合提供流动性，短期来讲可以在特殊时期抵御经济危机作为股票的跷跷板提供分散的作用，例如 2008 年 A 股下跌 60%，同期 10 年期国债上涨 15%。长期看，经济增长的总需求压力对固收资产是利空，其长期抗通胀能力较弱。债券实际回报很低，我国国债总指数过去 14 年的每年实际回报只有 0.7%，美国过去十几年债券的实际回报也很低。所以债券这类资产在长期的大型机构投资者基本上都是当成流动性和分散性的工具，没有指望他有回报，这也是耶鲁基金债券配置比例只有 5% 的原因。长期来说，我们要讲实际回报，名义回报是虚的。

房地产

房地产在投资回报和风险角度介于股票和债权之间。长期来看房地产投资回报比较稳定，其原因在于，地产投资回报可拆解为：租金回报、房价上涨两部分，其中租金回报比较稳定，在成熟市场大概为 5% 左右。至于房价而言，根据 Shiller 的数据，1891 年到现在实际房价每年上涨 0.4%，房价上涨基本上等于通胀。综合房地产的租金回报率、房价实际上涨幅度、通胀水平，地产长期年均名义回报在 7-8% 左右，这介于股票的 10% 左右和债券的 5% 左右水平之间。

中国过去二十年的地产投资回报与海外情况有所不同，期间，资产增值贡献了地产投资回报的绝大部分，租金反而不那么重要。这与中国城市化进程所处阶段以及政府财政融资模式相关。展望未来，长期来看，我国地产投资回报会逐渐向成熟市场趋同，但考虑到城市化还有 20 年的进程要走，核心区域的地产投资回报可能会在中期略高于成熟市场水平。

一线城市平均房地产投资回报

