

第12章 资产配置管理

12.1 资产配置管理概述

12.2 资产配置的基本方法

12.3 资产配置主要类型及其比较

12.1 资产配置管理概述

一、资产配置的含义

资产配置是指根据投资需求将投资资金在不同资产类别之间进行分配，通常是将资产在低风险、低收益证券与高风险、高收益证券之间进行分配。

投资规划即资产配置，是资产组合管理决策中最重要的一环。

二、资产配置管理的原因与目标

据有关研究显示，资产配置对投资组合业绩的贡献率达到**90%**以上。一方面，资产配置可以起到降低风险，提高收益的作用；另一方面，资产配置管理可以帮助投资者降低单一资产的非系统性风险。

资产配置的目标在于以资产类别的历史表现与投资者的风险偏好为基础，绝对不同的资产类别在投资组合中所占比重，从而降低投资风险，提高投资收益，消除投资者对收益所承担的不必要的额外风险。

三、资产配置的主要考虑因素

（一）影响投资者风险承担能力和收益要求的各项因素

（二）影响各类资产的风险收益状况以及相关关系的资本市场环境因素

（三）资产的流动性特征与投资者的流动性要求相匹配的问题

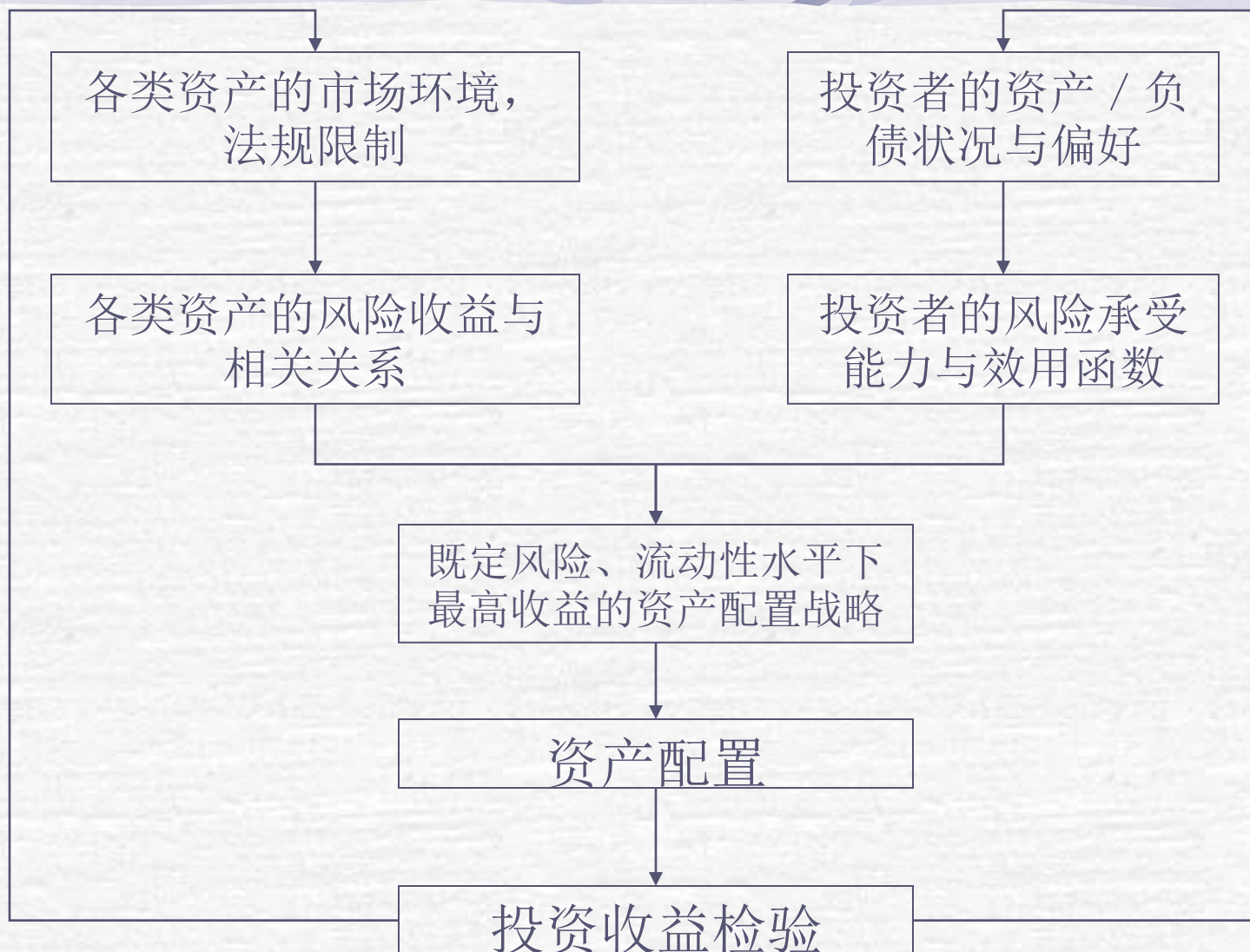
（四）投资期限

（五）税收考虑

四、资产配置的基本步骤

- (一) 明确投资目标和限制因素
- (二) 明确资本市场的期望值
- (三) 明确资产组合中包括哪几类资产
- (四) 确定有效资产组合的边界
- (五) 寻找最佳的投资组合

资产配置过程



12.2 资产配置的基本方法

一、历史数据法和情景综合分析法的主要特点

（一）历史数据法

历史数据法假定未来与过去相似，以长期数据为基础，根据过去的经历推测资产类别收益。

（二）情景综合分析法

情景综合分析法的预测的时间在3~5年左右，这样即可以超越季节因素和周期因素的影响，能更有效地着眼于社会政治变化趋势及其对股票价格和利率的影响，也为短期组合决策提供了适合的视角，为战术性资产配置提供了运行空间

二、两种方法在资产配置过程中的运用

（一）确定投资者的风险承受能力

方差度量法是最常见、最简便的风险度量方法

1. 历史数据法

$$\sigma^2 = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R})^2$$

式中： R_t — t 期内的投资收益率； \bar{R} —平均投资收益率；
 N —总体个数

2. 情景综合分析法

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n \{[R_i - E(R)]^2 \cdot P_i\}$$

式中： R_i — i 情形下的投资收益率； P_i — i 情形发生的概率；
 $E(R)$ —期望回报的投资收益率

（二）确定资产类别收益预期

1. 历史数据法

$$\bar{R} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^n R_t$$

式中： R_t — t 时期内的投资收益率； N —总体个数

2. 情景综合分析法

$$E(R) = \sum_{i=1}^n (R_i \bullet P_i)$$

式中： R_i — i 情形下的投资收益率；

P_i — i 情形发生的概率

三、构造最优投资组合

(一) 确定不同资产投资之间的相关程度

1. 历史数据法

$$\text{COV}_{1,2} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N [(R_{t,1} - \overline{R_1})(R_{t,2} - \overline{R_2})]$$

式中： $R_{t,1}$ —资产1在 t 期间的投资收益率；

$R_{t,2}$ —资产2在 t 期间的投资收益率；

$\overline{R_1}$ —资产1的期间平均投资收益率；

$\overline{R_2}$ —资产2的期间平均投资收益率；

N —总体的个数

2. 情景综合分析法

$$\text{COV}_{1,2} = \sum_{i=1}^n \{P_i \bullet [R_{i,1} - E(R_1)][R_{i,2} - E(R_2)]\}$$

式中： $R_{i,1}$ – 在 i 情形下资产1的投资收益率；

$R_{i,2}$ – 在 i 情形下资产2的投资收益率；

P_i – i 情形发生的概率；

$E(R_1)$ – 资产1的期望投资收益率；

$E(R_2)$ – 资产2的期望投资收益率

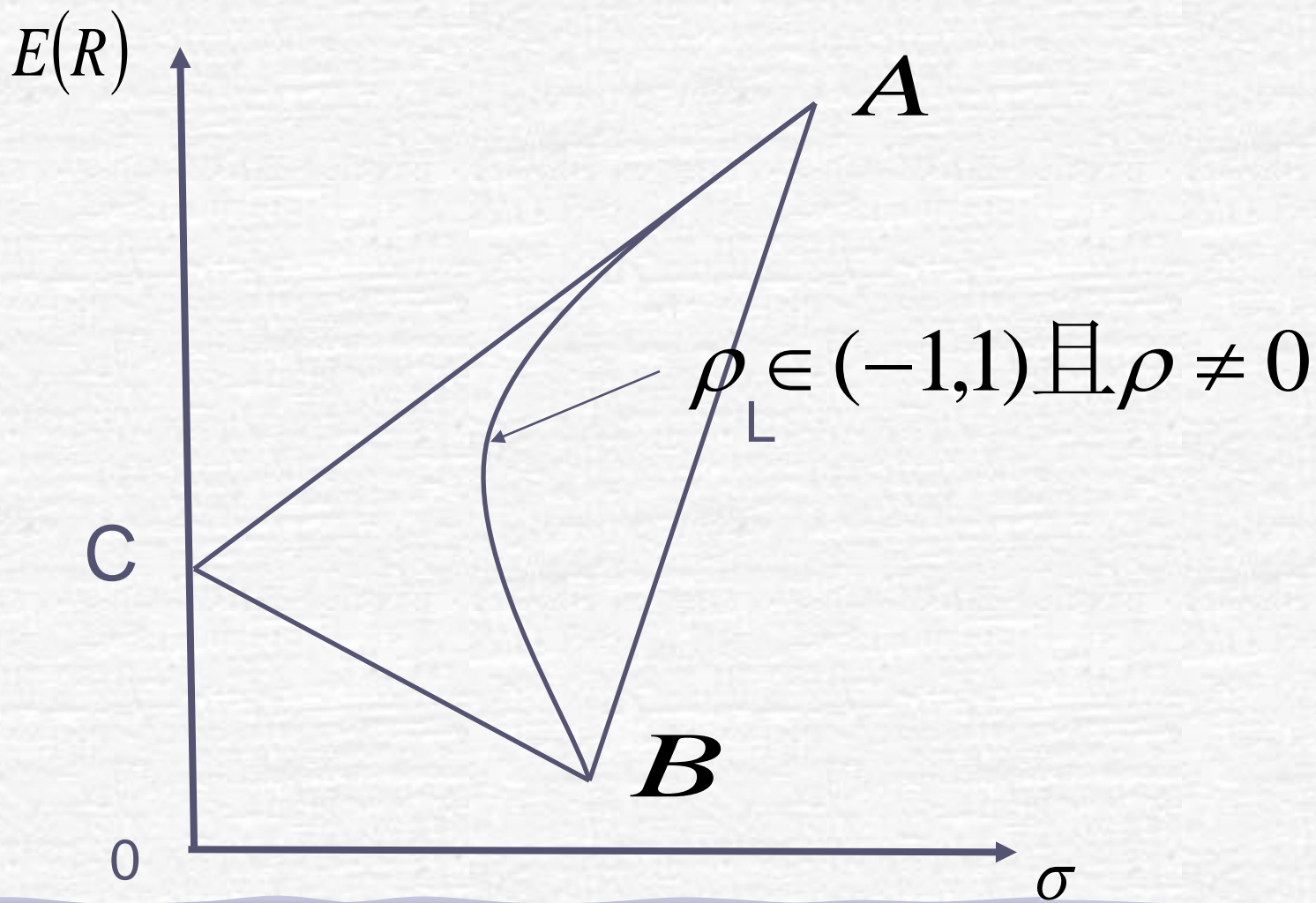
(二) 确定不同资产投资之间的投资收益率相关程度

$$\rho_{1,2} = \frac{\text{COV}_{1,2}}{\sigma_1 \bullet \sigma_2}$$

当 $\rho_{1,2}=+1$ 时，说明两种资产的投资收益情况呈完全正相关关系， $E(R)$ 落在 L 线上；

当 $\rho_{1,2}=-1$ 时，说明两种资产的投资收益情况呈完全负相关关系， $E(R)$ 落在直线 BC 和 CA 上；

当 $\rho_{1,2}=0$ 时，说明两个资产的投资收益之间没有相关关系。



（三）确定有效市场前沿

1. 计算组合的期望收益率

$$E(R_p) = w_1 E(R_1) + w_2 E(R_2)$$

式中： $E(R_1)$ – 资产1的期望投资收益率；

$E(R_2)$ – 资产2的期望投资收益率；

w_1 – 资产1在资产组合中的比例；

w_2 – 资产2在资产组合中的比例。

2. 计算资产配置的风险

$$\sigma^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{1,2}$$

式中： σ_1 – 资产1的投资收益风险度；

σ_2 – 资产2的投资收益风险度；

$\rho_{1,2}$ – 资产1和资产2的期望投资收益率相关度。

3. 确定有效市场前沿

同一风险水平下能够令期望投资收益率最大化的资产组合，或者是在同一期望投资收益率下风险最小化的资产组合。

12.3 资产配置主要类型及其比较

一、资产配置的主要类型

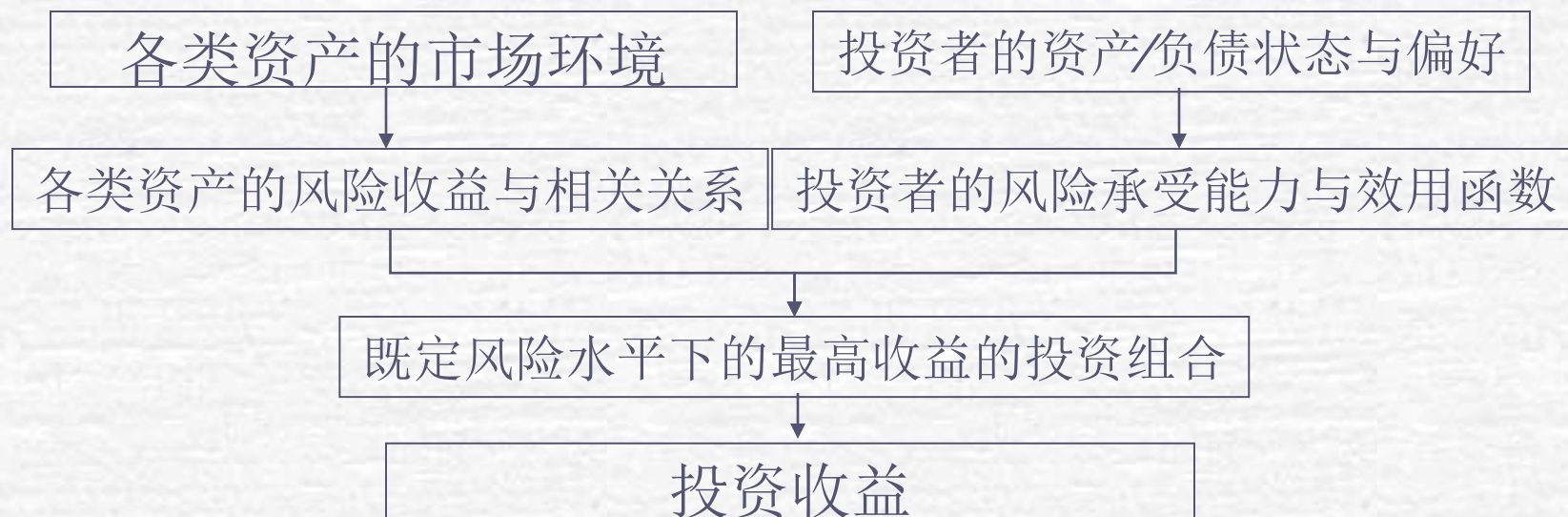
{ 全球资产配置
股票、债券资产配置
行业风格资产配置

{ 战略性资产配置
战术性资产配置
资产混合配置

{ 买入并持有策略
恒定混合策略
投资组合保险策略
动态资产配置策略

（一）买入并持有策略

是指按确定的适合的资产配置比例构造了某个投资组合后，在诸如3~5年的适当持有期内不改变资产配置状态，保持这个组合。属于消极型的长期再平衡方式。



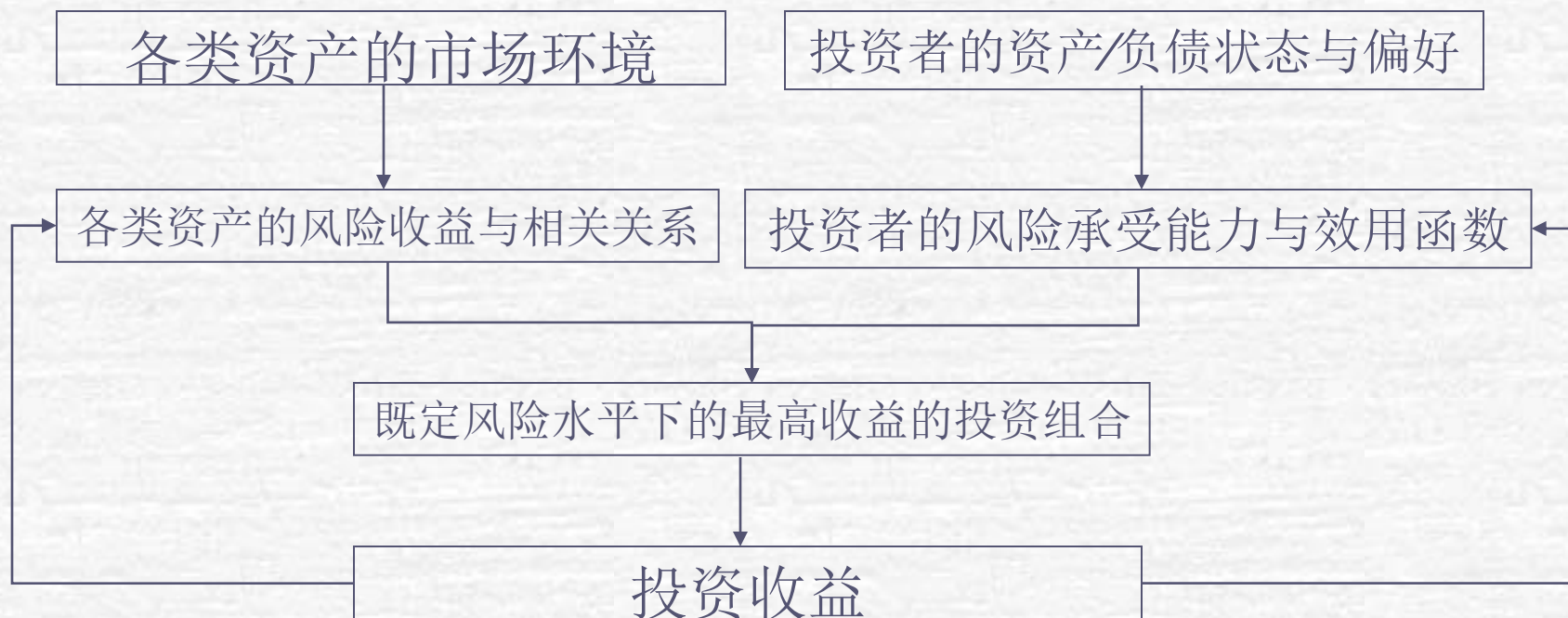
资产组合价
值

0

股票市场价值

（二）恒定混合策略

是指保持投资组合中各类资产的比例固定。



资产组合价
值

买入并持有

恒定混合

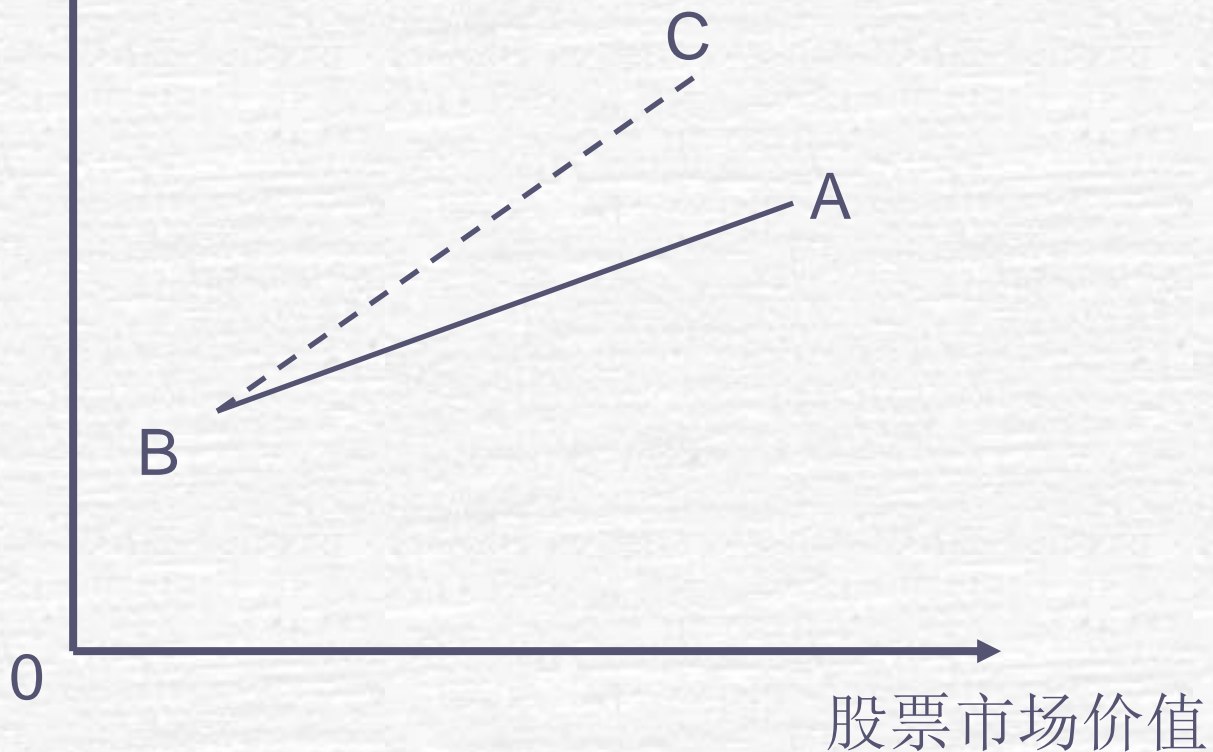
0

股票市场价值

市场保持上升或下降的趋势

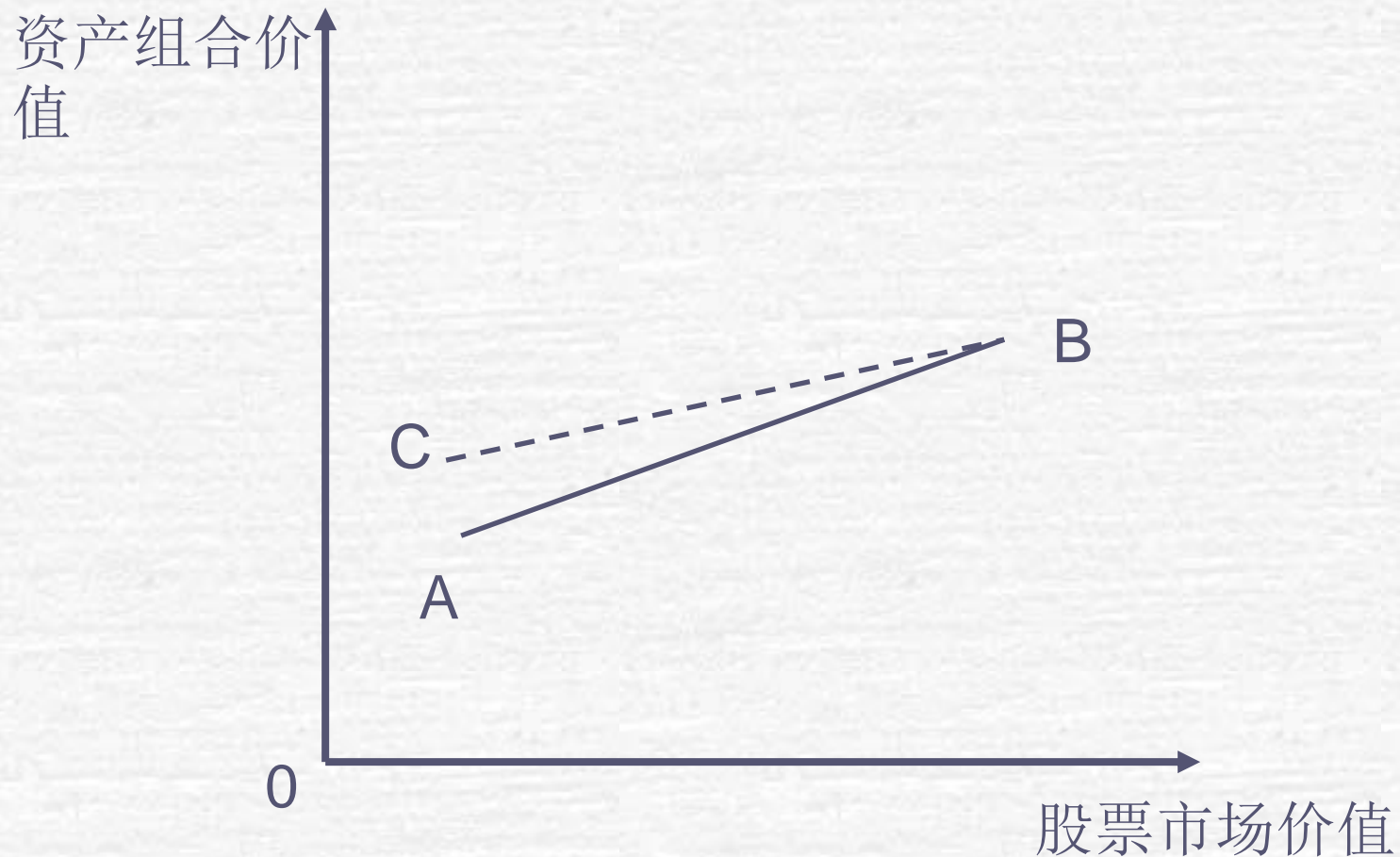
恒定混合策略

资产组合价值



市场先下降后上升

恒定混合策略



（三）投资组合保险策略

是指将一部分资金投资于无风险资产从而保证资产组合最低价值的前提下将其余资金投资于风险资产，并随着市场的变动调整风险资产和无风险资产的比例，同时不放弃资产升值潜力的一种动态调整策略。

投资组合保险的一种简化形式是恒定比例投资组合保险

资产组合价
值

资产组合保险

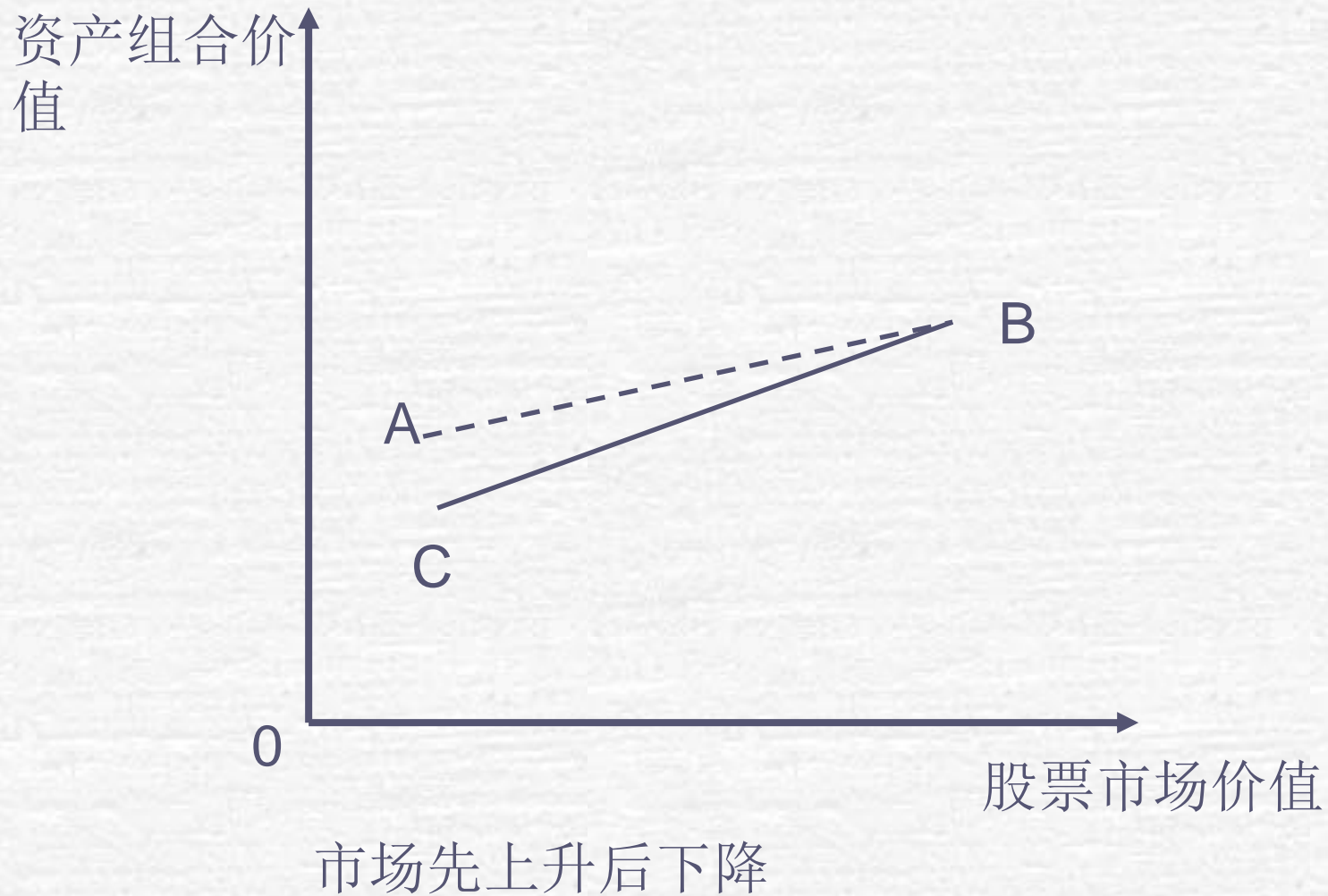
恒定混合

0

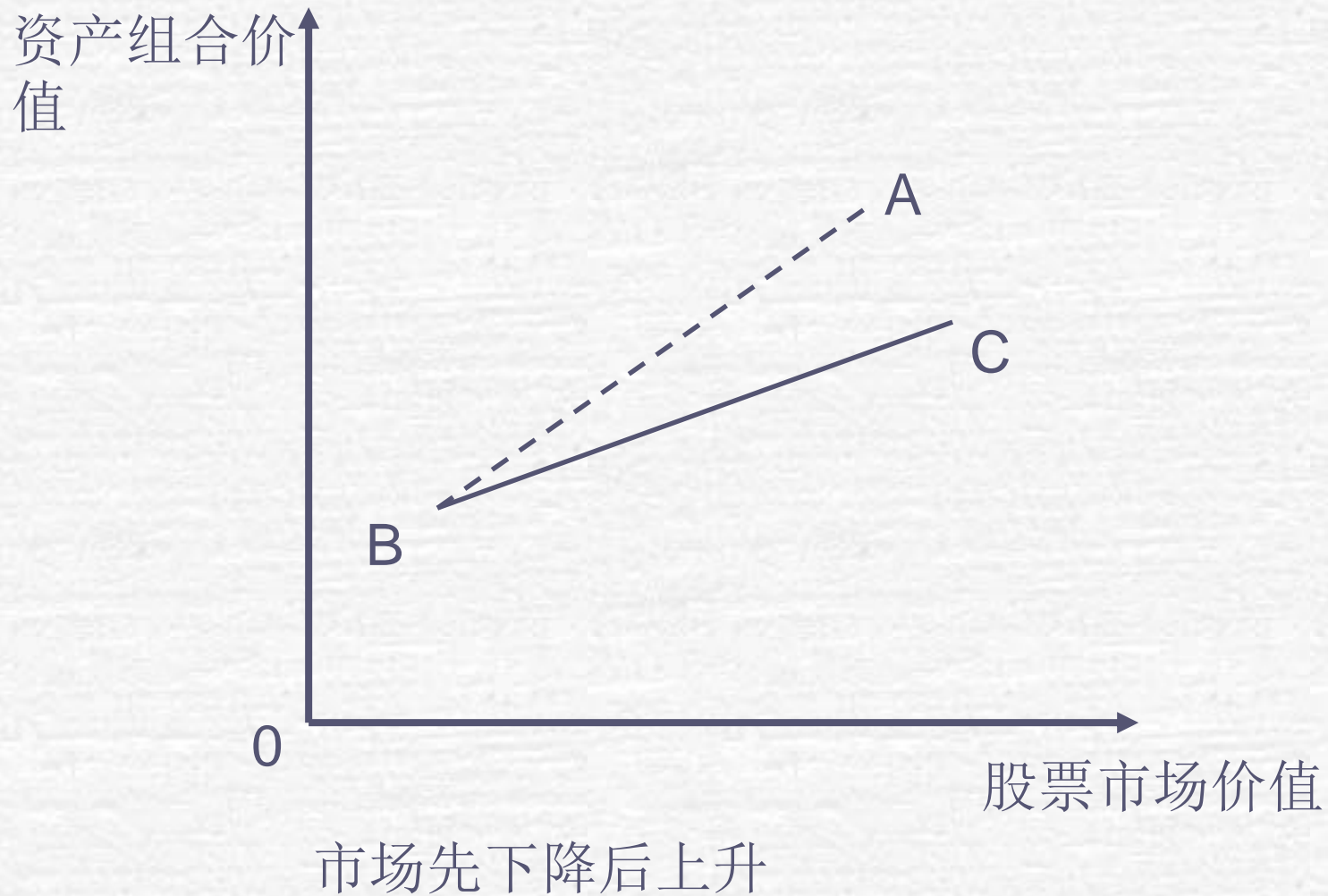
股票市场价值

市场保持上升或下降的趋势

投资组合保险策略

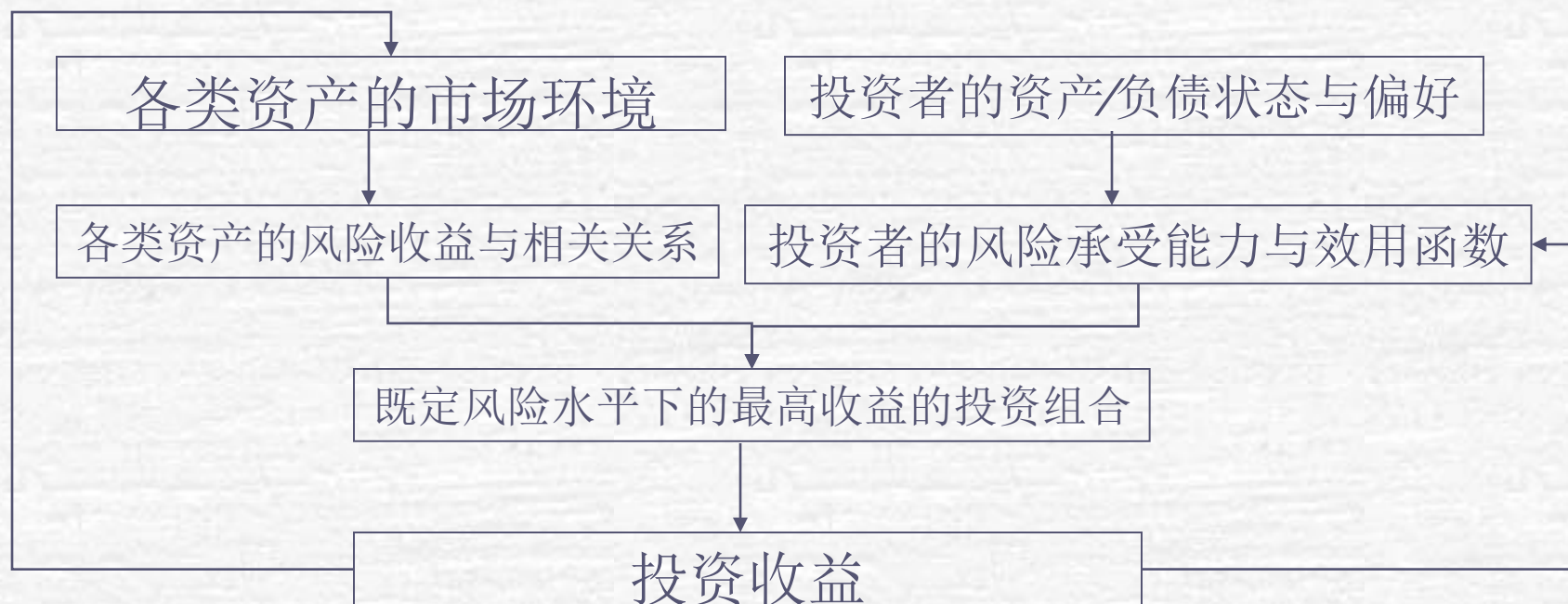


投资组合保险策略



（四）动态资产配置策略

是根据资本市场环境及经济条件对资产配置状态进行动态调整，从而增加投资组合的积极战略。



二、买入并持有策略、恒定混合策略、投资组合保险策略之比较

资产配置策略	市场变动时的行动方向	支付模式	有利的市场环境	要求的市场流动性
买入并持有策略	不行动	直线	牛市	小
恒定混合策略	下降时买入，上升时卖出	凹型	易变，波动性大	适度
投资组合保险策略	下降时卖出，上升时买入	凸型	强趋势	高

三、战术性资产配置与战略型资产配置之比较

（一）对投资者的风险承受能力和风险偏好的认识和假设不同

（二）对资产管理人把握资产投资收益变化的能力要求不同