

■ 基金组合与配置研究系列之一

编者按

随着基金的不断创新,长期以来困扰国内投资者的投资范围窄、渠道少的问题得到了很大程度的缓解。事实上,投资者可以通过基金这一工具投资国内外的多种资产类别。在基金数量剧增、类型多样的背景下,投资基金的理念和方法需要与时俱进,运用资产配置的理念来投资基金正当其时。为此,中国证券报邀请上海证券基金评价研究中心,共同推出“基金组合与配置研究系列”,从多角度来进行解析,扩大基金投资的视野,为投资者提供有效的帮助,此为开篇。

基金组合的四种思路

□上海证券基金评价研究中心首席分析师 代宏坤

思路之一:动态配置

投资理念并不空洞,它可归结为对两个问题的回答:①成功的市场择时是否可能?②在某一类资产类别中选择优质证券是否可能?对这两个问题的不同回答,就形成了四种不同的投资理念(见图)。尽管这四种投资理念不一定能涵盖所有的投资者,但必定是其中的大多数。

四种不同的投资理念

资料参考:罗杰·吉布森《资产配置》,McGraw-Hill 出版,2000。

持动态配置理念的基金投资者相信可以找到既有择时能力、又有选证能力的基金管理人。他们相信基金管理人能够通过预测不同资产类别的短期波动进行市场择时,同时能在看好的资产类别中优选证券。国内大多数基金投资者也会持有这样的想法,特别是一些新手,他们希望基金管理人既有市场择时能力,又有优选证券的能力。很多基金管理人也乐于让投资者相信他们具有这样的能力。这种“无所不能”的基金具有强大的吸引力,也让投资者对基金产生了很高的期望。

持这种投资理念的投资者,其基金组合策略是把资产配置的权利交给基金管理人,他们只需要选择一只或者几只不同风格的灵活配置型基金进行组合就可以了。例如,可以只配置一只股票仓位灵活的混合

基金,或者构建一个包括了大盘风格和中小盘风格的灵活配置基金的组合。投资者要做的是去找到那些既有择时能力又有选择优质证券能力的灵活配置型基金。国内进行广泛择时和选股的混合基金不少,那些仓位非常灵活的混合基金基本上属于这个范畴。这些基金的管理人相信自己能够通过主动的资产配置来进行市场择时,也能够在一类资产中选择到最好的证券。

这类基金采取动态配置策略,在不违反契约的规定下主动追求收益最大化。基金管理人相信,通过成功的市场择时能够回避市场的下滑,不需要担心组合的损失。因此,基金管理人把主要的资产集中在那些他们判断会获得最高回报的资产类别上,并在获得最高的回报时卖掉,转换到下一类能盈利的资产类别,如此反复操作。同时,基金管理人认为他们还能够优选证券,因此会在集中投资的资产类别中优选证券。

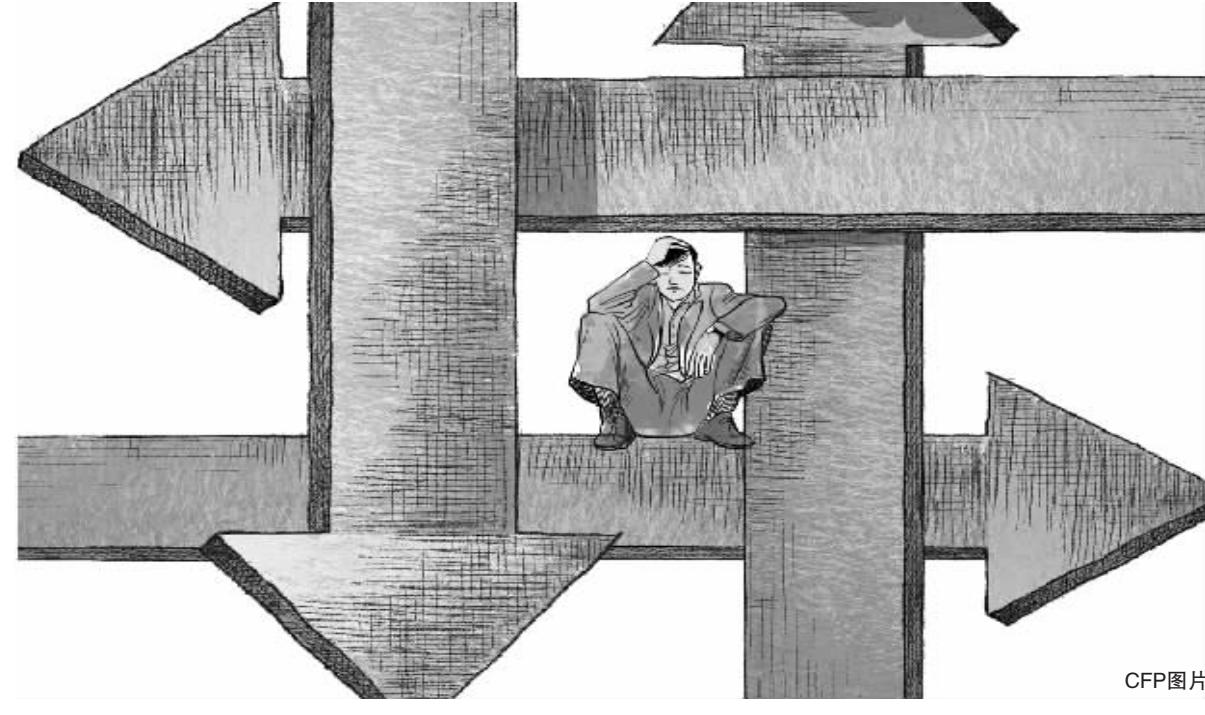
但实际上,进行动态资产配置的基金受到了广泛的质疑,因为大部分基金管理人因为经济环境的变化而完全改变了他们的资产组合,所以动态资产配置被认为是一种失败的方法。我们认为,动态资产配置虽然可以最大程度地提升业绩,但要做到准确的择时和准确的选证,对基金管理人来说是个极大的挑战,基金的历史业绩和操作状况也证明了这一点。不过,在国内市场上,确实也有部分基金在选股和择时上做得不错。对持这种投资理念的投资者来说,构建基金组合时,挑选基金的能力最为关键。

思路之二:分散组合

持这种理念的投资者不相信市场择时而相信优选证券,其基金组合策略是构建一个包括多种资产类别的分散化组合,以减轻不可预知的市场风险,重点关注每个类别中具有选证能力的基金。

这类投资者认为预测某类资产在短期内能超越其他资产类别是不可能的,但相信在某一资产类别中选择最佳的证券是可能的,他们更加关注基金的选证能力。例如,他们会长期持有一个包括股票类基金、债券型基金、货币市场基金甚至QDII的分散化组合,同时在每类基金中选择表现良好、具有选证能力的基金。

这一做法的好处是无论哪



CFP图片

思路之三:择时交易

持这种理念的投资者相信市场择时,不相信优选证券,其基金组合策略是在不同的资产类别间转换,期望把握住不同资产类别的机会。同时,因为不相信证券优选,他们将使用对应于各类资产的指数化工具来构建基金组合。

这类投资者认为不同资产类别的短期业绩是可预测

的,但是要挑选出优质的证券是困难的。他们在不同的资产类别间转换,期望把握住不同资产类别的机会。同时,因为不相信证券优选,他们将使用低成本的指数基金或ETF来实施其策略,构建组合。例如,如果他们预测股

票市场将走好,就会投资指数基金或者跟踪不同指数的ETF;如果他们认为债券市场将走好,就会考虑债券指数基金或者债券类ETF。使用指数基金,投资者降低了在主动管理中不可避免地选择证券的成本,减少了表现

弱于其投资的某类资产的可能性。

目前,国内市场上的指数基金、ETF产品越来越丰富,基本上覆盖了不同的资产类别,这些基金跟踪某一资产类别,而不试图通过优选证券去战胜市场。

思路之四:静态配置

持这种理念的投资者相信市场是有效的,认为在市场择时和优选证券上都没有预测能力,其基金组合策略采纳多资产类别的基金进行广泛分散化投资,并使用被动管理的基金来构建组合。

这类投资者认为当前的证券价格反映与之相关的公

共信息,现代投资组合理论以及过去50年大多数的学术研究秉持这一投资理念。有三个重要的问题与该投资理念相关:第一是适当的资产配置。因为多元化是减轻投资风险的重要手段;第二是成本最小化。这可以通过使用低成本的指数基金或ETF来构建组合;

第三是投资者的期望要适当。既然要超越市场的期望是不合理的,那就要降低投资的期望。例如,投资者可以配置一个长期的基金组合,确定好不同资产类基金的目标配置比重(如50%的股票基金、30%的债券基金、20%的货币基金),同时每类资产使用指数基金

或ETF来构建组合,并且进行定期的再平衡操作。

需要指出的是,这种资产配置方法不是简单的“买入并持有”策略。随着市场的变化,组合中的资产会偏离目标配置比重,需要通过再平衡来使其恢复到长期的目标配置比重上。

遵循操作纪律至关重要

这四种投资理念以及其基金组合的构建策略,并没有好坏之分,投资者只要选择一种,并长期一致性地坚持,遵守操作纪律,都会有一定的成效。有观点认为,就算是某一投资理念在一开始就存在根本性的缺陷,但是如果你坚定地相信该理念,并且具有实施基于这一理念的策略方法,那么,即便是错了很多次后,你仍会成功,会做得比那些没有投资理念的人好。

前三类投资者有一个共同

的特点,认为投资技巧能显著影响投资业绩。持这样的投资理念,就不会满足于市场潜在的自然增长,而是希望通过市场择时或者优选证券来击败市场。与之相反,第四类投资者不相信技巧能增加附加价值,因此,击败市场的投资目标是不现实的。换句话说,这类投资者必须接受某一资产类别长期、潜在的自然增长。

投资者可能不认同第四种投资理念准确地代表了现实,他们更倾向于前三种投资理

念,尝试通过投资技巧去击败市场。本质上,资产管理人之间的竞争越激烈,使第四种投资理念成为现实的可能性越大。专业的资产管理人之间相互竞争,赢家得到丰厚的报酬,但要持续地击败其他人是非常困难的。如果某一基金管理人发现了一种能够带来良好业绩的策略,一旦其竞争对手模仿同样的策略,其竞争优势也就消失了,结果使该策略变得无效。

现实中很多问题的产生,

是因为投资者和基金管理人持有的投资理念不一致。大多数基金投资者持动态配置的理念,而大多数基金管理人持分散化组合的投资理念,顽固的市场择时者持第三种投资理念,市场有效者支持第四种理念。不同的投资策略与这些不同的投资理念相连。基金投资者与基金管理人长期的关系要基于双方对基金能取得何种业绩的共识。没有这样的共识,很多困惑由此而生。