

# 资产配置中的无风险收益

□礼一投资 林伟健

投资是一种长期行为,这是它区别于投机的最大的地方。对于科学的投资策略来说,就是要发现投资中概率意义上的规律和价值。既然投资是不确定和概率意义下的,那么它的效果就需要一定的时间去检验,而非一时之事。因此,投资更像是长跑,到达终点所需的时间是唯一的、最终的评价指标,整个过程中对于节奏和速度的调节、配置,成为能否取胜的最关键因素。从这个角度来说,无论是机构投资者还是个人投资者,相对于单只证券的选择而言,资产配置在投资、理财中的重要性就不言而喻。著名的资产配置大师David M.Darst在其所著的《资产配置的艺术》所述,资产配置就像一个导航系统,它会根据你的目标为你设定整个投资组合中投入到股票、债券、现金、房地产以及其他资产的目标比例;只有精心规划、合理配置,才能实现你的财富梦想。

许多研究也表明,长期投资业绩中的大部分来自于资产配置和大类资产战略,大类资产的风险收益属性是长期投资决策中最重要的因素。随着市场更加开放和多元,我们所使用的金融工具愈加丰富,资产配置的重要性将会继续上升,以前靠单一证券的选择来获胜的概率将越来越低。

## 组合投资是资产配置的重要方式

组合投资是资产配置的重要方式,它是充分利用各类资产的收益、风险特征及相互的相关特性,构建一个与自己投资目标相符的投资组合。投资组合理论是资产配置的重要的理论和方法指导。它首先分析各类资产的收益及相互之间的相关性,并通过优化的方法得到组合中各类资产的权重,实现整体的风险收益最优。目前行业中的许多组合投资都是围绕这一理论展开的。通过投资组合理论构建的市场有效前沿并未包含无风险资产,如果将有效前沿与无风险资产相结合,就可以得到一条资本市场线,这条线上的不同点表示无风险资产在投资组合中的不同权重配置。当然,投资者既可以拆入,也可以拆出无风险资产。

无风险资产是资产配置中的重要一环,它在整个资产组合中的占比既体现了投资者的风险偏好,又在很大程度上影响整个组合的风险收益特征。另外,资产配置中无风险收益的水平也影响着风险资产的投资敞口。无风险资产作为整个投资组合的安全垫,

其收益率决定了投资组合未来的确定性收益,进而决定了风险资产的投资权重和敞口大小。拿常用的保本投资策略如CPPI来举例,往往利用无风险资产的预期收益来确定投资组合未来允许的风险敞口,进行风险预算,并在这一预算范围内构建最优的风险投资组合。在这种情况下,风险资产的投资权重与无风险资产的收益率成正比,二者是一个线性关系。

无风险利率表示一个投资者在一定时间内能够期望从无任何风险的投资中获得的利率。无风险利率只由时间因素决定,因此也称为时间价值。在无风险收益率的基础上,由于承担风险而追加的收益率称为风险溢价。一般而言,存款、高信用等级债券等固定收益工具都是无风险资产。此外,一些具有稳定收益、高Sharpe比的基金也是无风险资产的不错选择。当投资者构建了最优风险资产组合后,可以结合无风险资产来构建自己的证券市场线,将一部分资产投资于无风险资产,或者以无风险利率借入资金并投资于风险资产组合。

## 单一类风险资产的收益不能作为无风险收益或基准收益

从目前国内市场来看,一年期定期存款利率为2.5%,剩余期限为一年的国债到期收益率大约为3%,一年期银行理财产品收益率约为4.5%,而对于银行间或交易所回购,其常态年化收益率大约在3%-4%之间,这些指标可以作为无风险利率的大致估算。从宏观经济层面,《中国国家资产负债表2013》中数据表明,中国国家净资产在2011年已超过了300万亿元,当年GDP总量为45.82万亿元。近几年中国国家净资产增加额持续小于当年GDP,原因并非全部GDP都形成了财富积累,其中不少是无效GDP。自2014年以来,A股市场大约上涨100%,带来总市值的增加估算约20万亿元左右,那么它为国家净资产带来的收益率也大约是5%的水平。整体来看,国内市场的无风险收益率大致处于5%以下的水平,并且随着近期利率水平的连续下行,无风险收益率也会继续下降,这是从投资和资产配置的角度对无风险收益的一个比较合理的预期。从资产管理的角度,也应该向客户提供这一水平,并且能够满足客户流动性要求的产品。

现实中,一些投资者经常拿一些风险资产的收益率,比如一段时间的股票市场、债券市场,去跟无风险资产对比,这样不仅会混淆无风险资产的概念,更会扭曲资产配置的方案,导致资产组合的风险收益特征与投资目标的错配。比如在牛市中,往往会拿股市收益率作为收益率的基准甚至是无风险收益率,忽略了其中的风险和波动性,忽略了投资的长期性。类似的,任何拿单一类风险资产的收益作为无风险收益或基准收益的,都是不理性、不稳定的,这会导致在单一资产上的过高配置,失去了组合投资风险分散化的本义。因此,对于类似于股票的无风险类资产,切不可把局部和短期的收益率年化、长期化计算,更不可作为长期无风险收益的基准。

除了无风险资产外,也有一些风险资产的投资能够获取长期回报,但都属于风毛麟角。作为长期价值投资的标杆,巴菲特的伯克希尔-哈撒韦公司也是基于长期价值投资的目标来制定投资策略,在其2015年致股东的公开信中披露,公司在过去50年间的年化复合增长率为19.4%。



CFP图片 制图/尹建

## 礼一专注低风险下的绝对回报

作为专注于量化绝对回报的对冲基金,礼一投资持续创造低风险下的稳定收益,年化收益率稳定在15%-20%之间的水平,且Sharpe比率保持在10左右或更高水平,这样的业绩成为整体资产组合中无风险资产配置的重要工具。由于礼一投资在这一方面的持续努力和成绩,越来越受到社会的认可,2015年度礼一投资蝉联私募基金金牛奖。

礼一的投资理念是在长期的投资实践和理论思索中形成的。礼一崇尚自然。这里的“自然”,既指我们生存的环境,又指万物运行发展的客观规律。自然界与人类社会、自然科学与社会科学之间有诸多相通和相同之处,正因为如此,礼一不仅从哲学的高度思考投资,同时也借鉴数学、物理学、心理学等科学方法对投资进行研究,建立了一套朴素而又有生命力的投资哲学体系。

投资更多涉及人的行为,因此投资学的研究方法又与自然科学有所不同,投资学中“效用”、“预期”等分析方法更多利用了基于主观信息的条件分析方法,并通过大量的(条件)抽样,将其与非条件的、一般的“自然法则”之间建立联系,这正是投资学研究的一条途径。“自然法则”高度抽象并理论化了事物的规律,与牛顿力学中的无摩擦体系、热力学中的均衡状态类似,有效市场理论也建立了一个金融市场运行的理想范式,它为诸多问题的研究提供了一个基础理论平

台,同时也是礼一思考投资哲学和现实问题的方法体系。有效市场存在的前提是信息完备,隐含着“可知论”式的假设,而这正是人类努力认知但又永远无法企及的极限。同样,有效市场理论在投资者效用、理性预期、一般均衡等方面都做了许多假设,这些假设与现实市场之间的差异,是许多“无效市场”现象的原因。用“有效市场”的范式进行理论研究和抽象分析,又针对“无效市场”的实例去发现现实规律并捕捉其中的交易机会,这两个层次相结合,成为礼一投资理念的基础和源泉。

有效市场理论是礼一投资的理论基础。我们认为,在市场有效的情况下,收益和风险之间存在均衡关系,如果均衡关系被破坏,套利机会就出现了,正因如此,礼一所构建的投资策略具有清晰的风险收益特征。礼一通过运用量化的研究方法,对于总策略、子策略以及交易各个环节的风险收益都进行准确的刻画,并通过规范的流程和先进的交易系统,进行严格的内部控制和质量管理。礼一所追求的投资收益,是与投资策略预期相一致的投资收益,它与策略范围内的风险暴露是相对应的,而对于策略范围之外的风险是零暴露的。

礼一追求低风险下的绝对回报,认为这一策略可以更好地在生命周期的视野下进行资产配置,并与未来负债进行匹配。市场对于绝对回报产品的需求增长迅速,同时,投资工具及之上的策

略越来越丰富,使得绝对收益策略的实现成为可能。礼一目前的投资策略主要是基于期货、ETF、股票组合的高频套利策略。我们在策略研究和IT系统方面建立了较好的基础。投研方面,建立了50人左右的团队,具有复合的知识背景,建立了一套从纸面研究、模拟测试、实盘测试,直至实盘交易的完整流程。另外,在IT方面也有一定的积累,系统化的方法已经运用于整个流程。

2015年4月18日,礼一投资荣获由中国证券报主办的“第六届金牛私募基金公司(相对价值)奖”,这是礼一连续两年获得在私募界享有“奥斯卡”美誉的特别奖项。相对价值策略金牛私募基金公司奖项的延伸和细分,礼一投资无论在收益指标还是风控指标,均大幅优于市场同类水平。公司在指数化量化交易方面形成了独特而有效的交易模型,最近几年业绩稳定而持续,真正实现了稳定的绝对回报,受到了市场的广泛认可。

同时,礼一投资的产品线也越来越丰富。除了原有的低风险绝对收益策略外,也在开拓一些具有一定风险水平的投资策略,比如阿尔法策略、期货策略、FoF等。作为礼一旗下的FoF投资平台,礼一财富将努力向投资者提供年化收益率在5%-10%-15%-20%的产品线,其中5%-15%即为无风险产品的收益率区间,这样的无风险收益率是有市场竞争性的,而20%以上的收益率水平则由风险资产来提供。