

第 12 章 资产配置管理

第 1 节 资产配置管理概述

1. 资产配置的含义[掌握]:

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。

在现代投资管理体制下，投资一般分为规划、实施和优化管理三个阶段。

投资规划即资产配置，是资产组合管理决策制定步骤中最重要的一环。

2. 资产配置管理的原因与目标[熟悉]:

资产配置是投资过程中最重要的一环之一，也是决定投资组合相对业绩的主要因素。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，在半强势有效市场环境下，投资目标的信息、盈利状况、规模，投资品种的特征以及特殊的时间变动因素对投资收益都有影响，因此资产配置可以起到降低风险、提高收益的作用。

另一方面，随着投资领域从单一资产扩展到多资产类型、从国内市场扩展到国际市场，其中既包括在国内与国际资产之间的配置，也包括对货币风险的处理等多方面内容，单一资产投资方案难以满足投资需求，资产配置的重要意义与作用逐渐凸显出来，可以帮助投资者降低单一资产的非系统性风险。

从实际的投资需求看，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，决定不同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。

例题：（多选题）

资产配置管理的原因有（）。

- A、资产配置可以起到降低风险、提高收益的作用
- B、资产配置可以帮助基金公司消除投资风险
- C、资产配置可以降低单一资产的非系统性风险
- D、资产配置可以吸引更多的资金进入基金市场

【正确答案】 AC

3. 资产配置的主要考虑因素[熟悉]:

资产配置作为投资管理中的核心环节，其目标在于协调提高收益与降低风险之间的关系，这与投资者的特征和需求密切相关。

一般而言，进行资产配置主要考虑的因素有：

（一）影响投资者风险承受能力和收益要求的各项因素

包括投资者的年龄或投资周期、资产负债状况、财务变动状况与趋势、财富净值和风险偏好等因素。一

般情况下，对于个人投资者而言，个人的生命周期是影响资产配置的最主要因素。在最初的工作累积期，考虑到流动性需求和为个人长远发展目标进行积累的需要，投资应偏向风险高、收益高的产品；进入工作稳固期以后，收入相对而言高于需求，可适当选择风险适中的产品以降低长期投资的风险；当进入退休期以后，支出高于收入，对长远资金的需求也开始降低，可选择风险较低但收益稳定的产品，以确保个人累积的资产免受通货膨胀的负面影响。随着投资者年龄的日益增加，投资应该逐渐向节税产品倾斜。在整个投资过程中，机构投资者则更着重机构本身的资产负债状况以及股东、投资者的特殊需求。

(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

例题：单选题

以下不属于资产配置需要考虑的因素是()。

A.投资期限

B.税收考虑

C.影响投资者风险承受能力和收益需求的各项因素

D.影响各类资产的风险收益状况以及相关关系的宏观市场环境因素

答案：D

4.资产配置的基本步骤[熟悉]:

1.明确投资目标和限制因素

通常考虑投资者的投资风险偏好、流动性需求、时间跨度要求，并考虑市场上实际的投资限制、操作规则、税收等问题，确定投资需求。

2.明确资本市场的期望值

这一步骤包括利用历史数据与经济分析来决定投资者所考虑资产在相关持有期间内的预期收益率，确定投资的指导性目标。

3.明确资产组合中包括哪几类资产

确定具体的资产配置通常考虑的几种主要资产类型有货币市场工具，即现金、固定收益证券、股票、不动产、贵金属等。

系统化的资产配置是一个综合的动态过程，它是在与投资者的风险承受能力一致、投资者（或资产所有者）长期成本最低、投资组合能够履行义务的基础上进行的理想化预测，即集控制风险和增加收益为一体的长期资产配置决策。对于不同投资者来说，风险的含义不同，资产配置的动机不同，因而资产配置也各不相同。

4.确定有效资产组合的边界

这一步骤是指找出在既定风险水平下可获得最大预期收益的资产组合，确定风险修正条件下投资的指导

目标。

5.寻找最佳的资产组合

这一步骤是指在满足投资者面对的限制因素的条件下，选择最能满足其风险收益目标的资产组合，确定实际的资产配置战略。

例题：单选题

以下不属于资产配置基本步骤的是()。

- A.明确投资目标和限制因素
- B.确定有效资产组合的边界
- C.明确资本市场的方差值
- D.寻找最佳的资产组合

答案：C

第2节 资产配置的基本方法

1.历史数据法和情景综合分析法的主要特点[熟悉]:

(一) 历史数据法

历史数据法假定未来与过去相似，以长期历史数据为基础，根据过去的经历推测未来的资产类别收益。有关历史数据包括各类型资产的收益率、以标准差衡量的风险水平以及不同类型资产之间的相关性等数据，并假设上述历史数据在未来仍然能够继续保持。在进行预测时一般需要按照通货膨胀预期进行调整，使调整后的实际收益率与过去保持一致。

更复杂的历史数据法还可以结合不同历史时期的经济周期进行进一步分析，即考察不同经济周期状况下各类型资产的风险收益状况及相关性，结合对目前和未来一定时期内的经济趋势来预测各类型资产的风险收益状况及相关性。由此可见，不同类型的资产在特定的经济环境中具有不同的表现，而经济状况的改变将在很大程度上改变不同类型资产的绝对表现和相对表现。因此，对历史资料进行细分，可以使分析者正确地确认与未来最相关的历史资料构成，并有助于确认未来可能发生的类似经济事件和资产类别表现。

(二) 情景综合分析法

运用情景综合分析法进行预测的基本步骤包括

例题：

情景综合分析法的预测期间在()年左右。

- A、 3~4
- B、 3~5
- C、 2~4
- D、 2~5

【正确答案】 B

2.两种方法在资产配置过程中的运用[熟悉]:

(一) 确定投资者的风险承受能力

1.历史数据法。

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

2.情景综合分析法。

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

很显然，能够容忍投资组合的波动，或者愿意承担盈余波动的投资者将有机会选择更高收益的资产类别，从而提高长期收益，降低长期商业成本。

(二) 确定资产类别收益预期

确定资产类别收益预期的主要方法包括历史数据法和情景综合分析法两类。

1.历史数据法

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

2.情景综合分析法。

$$E(R) = \sum_{t=1}^n R_t \cdot P_i$$

例题：采用历史数据分析方法，一般将投资者分为()型。

A.风险厌恶 B.风险中性 C.风险偏好 D.流动性偏好

答案：ABC

3.构造最优投资组合[掌握]:

在确定资产类别收益预期的基础上，可以计算不同资产类别之间的相关程度以及不同资产之间投资收益率的相关程度（即计算期望收益率、协方差和相关系数）。资产管理人还可以在每一风险水平上计算能够取得最高收益的投资组合的构成，即构成资本资产定价模型中的有效市场前沿。

在考虑投资者的风险承受能力之后，资产管理人就可以确定能够带来最有风险与收益的投资组合。风险承受能力较高的投资者将选择较高风险的投资组合，他们为了获得较高的回报率而愿意容忍有较高的概率不能实现特定收益的最低回报率。另一方面，风险承受能力较低的投资者将选择较低风险的投资组合，他们可能对实现特定收益的最低回报率更为关注。

- (一) 确定不同资产投资之间的相关程度
- (二) 确定不同资产投资之间的投资收益率相关程度
- (三) 确定有效市场前沿

第 3 节 资产配置主要类型及其比较

1. 资产配置的主要类型[熟悉]:

资产配置在不同层面有不同含义。从范围上看,可分为全球资产配置、股票债券资产配置和行业风格资产配置等;从时间跨度和风格类别上看,可分为战略性资产配置、战术性资产配置和资产混合配置等;从配置策略上可分为买入并持有策略、恒定混合策略、投资组合保险策略和动态资产配置策略等。资产配置的战略性资产配置策略以不同资产类别的收益情况与投资者的风险偏好、实际需求为基础,构造一定风险水平上的资产比例,并保持长期不变。战术性资产配置则是在战略资产配置的基础上根据市场的短期变化,对具体的资产比例进行微调。不同范围资产配置在时间跨度上往往不同。一般而言,全球资产配置的期限在 1 年以上;股票、债券资产配置的期限为半年;行业资产配置的时间最短,一般根据季度周期或行业波动特征进行调整。从实际操作经验看,资产管理者多以时间跨度和风格类别为基础,结合投资范围确定具体的资产配置策略。

买入并持有策略属于消极型的长期再平衡策略,恒定混合策略、投资保险策略和动态资产配置策略则相对较为积极。下面主要对这四种资产配置策略进行介绍。

- (一) 买入并持有策略
- (二) 恒定混合策略
- (三) 投资组合保险策略
- (四) 动态资产配置策略

例题:(单选题)

()是在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率,同时不放弃资产升值潜力的一种动态调整策略。

- A、投资组合策略
- B、动态资产配置
- C、投资组合保险策略
- D、买入并持有策略

【正确答案】 C

2. 买入并持有策略、恒定混合策略、投资组合保险策略之比较[熟悉]:

- (一) 支付模式

上述恒定混合策略和投资组合保险策略为积极性资产配置策略,当市场变化是需要采取行动,其支付模式为曲线。而买入并持有策略为消极性资产配置策略,在市场变化时不采取行动,支付模式为直线。恒定混

合策略在下降时买入股票并在上升时卖出股票，其支付曲线为凹型；投资组合保险策略在下降时卖出股票并在上升时买入股票，其支付曲线为凸型。

(二) 收益情况与有利的市场环境

(三) 对流动性的要求

例题：(多选题)

恒定混合策略在市场变动时的行动方向是()。

- A、 下降时卖出
- B、 下降时买入
- C、 上升时买入
- D、 上升时卖出

【正确答案】 BD

3.战术性资产配置与战略性配置之比较[熟悉]:

(一) 对投资者的风险承受和风险偏好的认识和假设不同

与战略性资产配置过程相比，战术性资产配置策略在动态调整资产配置状态时，需要根据实际情况的改变重新预测不同资产类别的预期收益情况，但没有再次估计投资者偏好与风险承受能力是否发生了变化。也就是说，动态资产配置实质上假定投资者的风险承受能力与效用函数是较为稳定的，在新形势下没有发生大的改变，于是只需要考虑各类资产的收益情况变化。因此，动态资产配置的核心在于对资产类别预期收益的动态监控与调整，而忽略了投资者是否发生变化。

在风险承受能力方面，动态资产配置假设投资者的风险承受能力不随市场和自身资产负债状况的变化而改变。这一类投资者将在风险收益报酬较高时比战略性投资者更多地投资于风险资产。因而从长期来看，他们将取得更丰厚的投资回报。

(二) 对资产管理人把握资产投资收益变化的能力要求不同

动态资产配置的风险收益特征与资产管理人对资产类别收益变化的把握能力密切相关。如果资产管理人能够准确地预测资产收益变化的趋势，并采取及时有效的行动，则使用动态资产配置会带来更高的收益。如果资产管理人不能准确预测资产收益变化的趋势，或者即使能够准确预测但不能采取及时有效的行动，则投资收益将劣于准确地预测并把握市场变化时的情况，甚至很可能劣于购买并持有最初的市场投资组合时的情况。因此，运用动态资产配置的前提条件是资产管理人能够准确地预测市场变化，并且能够有效实施动态资产配置投资方案。

“参与证券从业考试的考生可按照复习计划有效进行，另外高顿网校官网考试辅导高清课程已经开通，还可索取证券考试通关宝典，针对性地讲解、训练、答疑、模考，对学习过程进行全程跟踪、分析、指导，可以帮助考生全面提升备考效果。更多详情可登录高顿网校官网进行咨询。”