

2019-11-25

宏观研究报告

穿越经济周期：中国版全天候配置策略

——太平洋证券大类资产配置系列之五

核心观点：本文基于桥水基金的全天候策略，结合中国实际情况，创建中国版的全天候配置策略。结果显示，策略组合在各方面均大幅跑赢各类资产。

全天候策略通过经济增长和通胀是否超预期将经济划分为 4 种状态：经济增长高于/低于市场预期，通胀高于/低于市场预期。将经济划分为 4 种状态之后，匹配相应的资产。经济增长高于预期则考虑股票、商品、公司债和新兴市场债，经济增长低于预期则为国债和通胀相关债券，通胀高于预期则为通胀债券、商品、新兴市场债，通胀低于预期则为股票和国债。将风险等权重配置于 4 种经济状态，最终得到最优化的资产配置比例，通过一定杠杆比例实现。

我们的模型将中国经济划分为 6 种状态。参考指标为国内流动性、增长、通胀数据，根据三个指标的正负向边际变动，将经济周期划分为 6 种状态：复苏（流动性上升，增长上升，通胀下降）、扩张前（流动性上升，增长上升，通胀上升）、扩张后（流动性下降，增长上升，通胀上升）、滞胀（流动性下降，增长下降，通胀上升）、衰退前（流动性下降，增长下降，通胀下降）以及衰退后（流动性上升，增长下降，通胀下降）。

资产选取中国的各类资产，股票、商品、信用债、利率债、黄金。在不同状态下选取 2-4 种资产进行配置，并通过风险平价理论计算在不同状态下各类资产的最佳比例。

结果显示，中国版全天候策略结果在年化回报率、波动率和回撤率等各方面均明显优于各类资产表现。我们采用 2007 年至今数据，中国版全天候策略的累计收益为 231%，年化收益率 10%，年化波动率 7%，夏普比率达 1，最大回撤率为 13%。沪深 300 的表现分别为：40%、3%、30%、0、71%；信用债指数（财富）表现分别为：80%、5%、2%、0.7、3%。

值得注意的是，桥水基金的全天候策略虽然有严格的等权风险配置，但是其本质上是一个非常开放的模型，可以在实际操作中加入很多主观的意见，比如杠杆率、波动率、资产种类、配置权重等均可以灵活安排。我们分别分析了仅债券加杠杆、给予股票固定配置权重以及设置不同资产种类、杠杆率、配置权重等情况，结果均大幅跑赢各类资产。

风险提示：经济增速不达预期

宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL: yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

相关研究：

《太平洋证券大类资产配置系列之四：
全球房地产和大宗商品投资》

《太平洋证券大类资产配置系列之三：
对冲基金投资策略、特征和绩效》

《太平洋证券大类资产配置系列之二：
国际私募基金投资及其对中国的启示》

《太平洋证券大类资产配置系列之一：
大类资产配置策略理论与应用》

目录

一、桥水全天候策略 VS 中国版全天候策略	1
1、桥水基金全天候策略模型	1
2、中国版全天候策略模型	2
3、桥水基金全天候策略与中国版全天候策略区别	5
二、中国版全天候策略模型的应用	6
1、情况 1：仅债券加杠杆	6
2、情况 2：给予股票固定配置权重	8
2、情况 n：设置不同资产种类、杠杆率、配置权重等	9

图表目录

图 1 中国经济周期	4
图 2 中国版全天候策略绩效表现.....	7
图 3 中国版全天候策略绩效表现（给予股票权重）	9
表 1：桥水全天候策略风险配置.....	2
表 2：中国版全天候配置策略	5
表 3：中国版全天候配置策略 vs 其他各类资产.....	7
表 4：固定股票权重情况下，中国版全天候策略.....	9

中国本轮经济周期较长，未来数据波动率减小，经济周期愈加不明显，传统基于经济周期进行大类资产配置的策略有效性减弱。因此，本文分析了桥水基金的全天候策略模型，根据中国实际情况，部分采纳全天候策略的方法，创建了中国版全天候配置策略模型。结果显示，策略组合在年化收益率、年化波动率、夏普比率、最大回撤率等方面均大幅跑赢各类资产。

一、桥水全天候策略 VS 中国版全天候策略

1、桥水基金全天候策略模型

全天候策略最初由桥水基金（Bridgewater）的达里奥于1996年推出，后2005年磐安基金（Panagora）的钱恩平将其定义为“Risk Parity”。全天候策略前提假设、目标和实现方法较为清晰，符合经济学逻辑，且绩效良好，得到了全球量化+基本面投资界广泛认可。

（1）前提假设：

- ①各类资产有状态偏向，如国债在经济增长低于预期时表现较好。
- ②经济周期越来越不明显，或者难以准确判断经济周期阶段，美林时钟等只提供基础参考，但是经济增长和通胀仍存在预期偏差，如经济增长超预期或者低于预期，基本面仍然可以作为大类资产配置标杆。
- ③资产存在收益和风险两种属性，通过加杠杆可将不同资产风险拉平，在此基础上进行配置。如在债券投资中加杠杆以获得和股票相等的风险/收益，则可以在相对较低的风险获得总收益率曲线之上的收益。

（2）投资目标：获得稳定的 β 收益。在资本回报率不断降低以及全民理财的大环境下，首先要保证获得承担市场风险带来的超额收益，即 β 收益，至少保证投资策略能够跑赢基础指数。而现实情况则为，只有很少数的优秀基金能够跑赢大盘。

$$R(\text{投资收益}) = c(\text{现金收益}) + \beta(\text{市场风险的超额收益}) + \alpha(\text{主动管理的超额收益})$$

（3）实现方法：

全天候策略通过经济增长和通胀是否超预期将经济划分为4种状态。全天候策略与美林时钟一样，依然采取经济增长和通胀作为判断标准。美林时钟给予经济周

期一个排列组合式的 4 种状态，但是全天候策略认为经济周期表现并不像之前那么明显，只简单考虑四种情况：经济增长高于/低于市场预期，通胀高于/低于市场预期。且全天候策略并未将经济增长和通胀的变化进行交叉，只考虑单一因子是否高于预期/低于预期。

将经济划分为 4 种状态之后，匹配相应的资产。各经济状态下资产选择的标准为：在此阶段内取得相对稳定的正向收益。经济增长高于预期则考虑股票、商品、公司债和新兴市场债，经济增长低于预期则为国债和通胀相关债券，通胀高于预期则为通胀债券、商品、新兴市场债，通胀低于预期则为股票和国债。

表 1：桥水全天候策略风险配置

	经济增长	通胀
高于市场预期	25%风险权重：股票、商品、公司债、新兴市场债	25%风险权重：通胀债券、商品、新兴市场债券
低于市场预期	25%风险权重：国债、通胀债券	25%风险权重：股票、国债

资料来源：太平洋证券研究院整理

计算各资产的配置权重，标准为风险等权分配在 4 种经济状态，也即各占 25% 权重，可通过加杠杆方式实现。全天候策略主要针对 4 种经济状态进行风险等权配置，而不是每种资产风险权重相同。每种经济状态下均包括不止一种资产，那么则需要将几类资产合成为一种资产，继而对 4 种状态进行等风险权重分配，具体计算方式为：

每种状态下的总风险贡献=各资产边际贡献*权重，约束条件为每个状态下风险贡献相等，最终求得各状态下最优化资产配置权重。

$$MRC_i = \frac{\partial \sigma}{\partial x_i}, MRC_j = \frac{\partial \sigma}{\partial x_j}, TRC_i = x_i * \frac{\partial \sigma}{\partial x_i}, TRC_j = x_j * \frac{\partial \sigma}{\partial x_j},$$

$$TRC_i = x_i * \frac{\partial \sigma}{\partial x_i} = x_j * \frac{\partial \sigma}{\partial x_j} = TRC_j$$

$$\min \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n (TRC_i - TRC_j)^2$$

2、中国版全天候策略模型

我们的模型将中国经济周期划分为 6 种状态。参考指标为国内流动性、增长、通胀数据，根据三个指标的正负向边际变动，将经济周期划分为 6 种状态：复苏、

扩张前、扩张后、滞胀、衰退前、衰退后。具体六个阶段定期标准如下：

复苏：流动性上升，增长上升，通胀下降

扩张前：流动性上升，增长上升，通胀上升

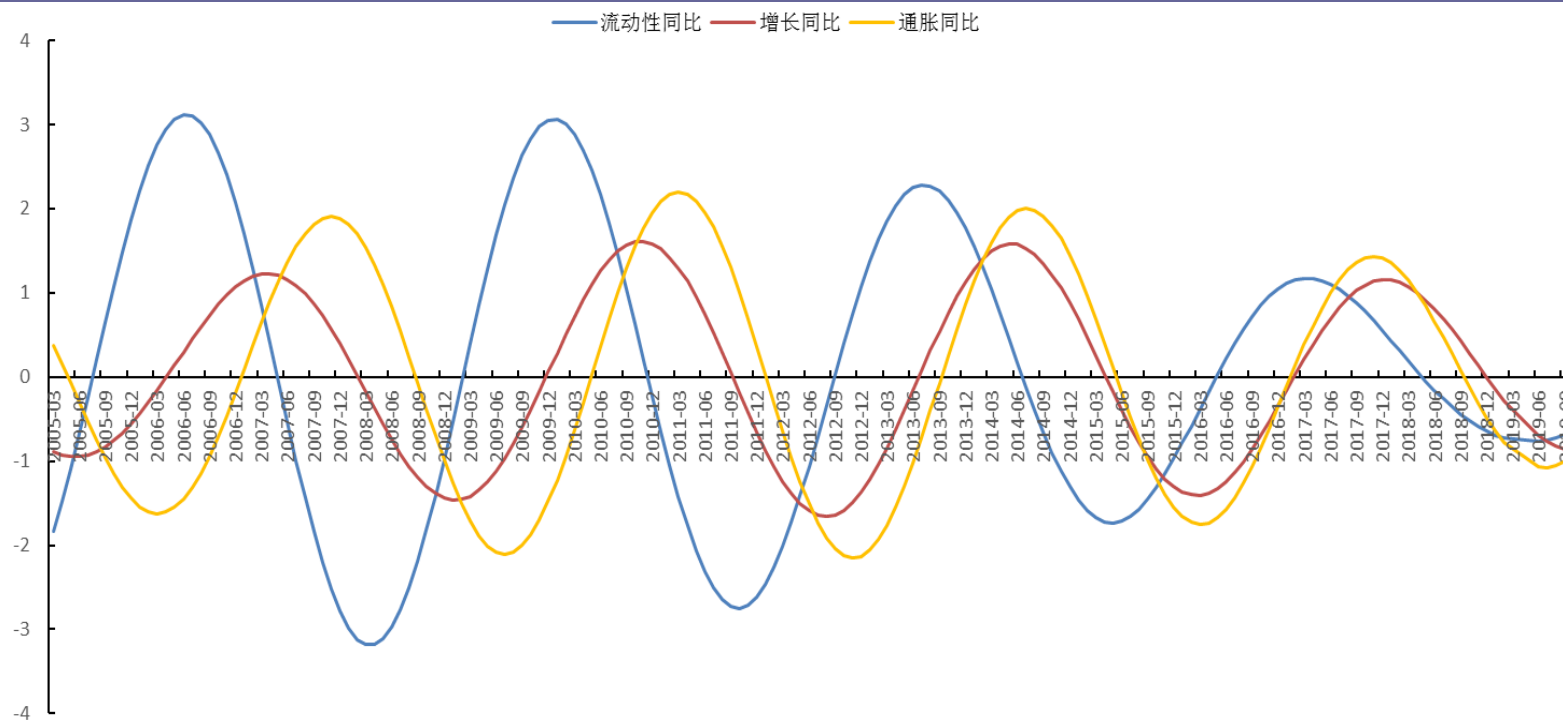
扩张后：流动性下降，增长上升，通胀上升

滞胀：流动性下降，增长下降，通胀上升

衰退前：流动性下降，增长下降，通胀下降

衰退后：流动性上升，增长下降，通胀下降

图 1 中国经济周期



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

资产选取中国的各类资产，股票、商品、信用债、利率债、黄金。在不同状态下选取获得正向收益的资产，得到如下表分配。

计算各资产的配置权重，通过风险平价理论计算在不同状态下各类资产的最佳比例。与全天候策略不同的是，全天候策略主要针对 4 种经济状态进行等权配置，但是我们在某个状态的资产配置种类是相对确定的（如在衰退后期权益市场收益均为负，因此不做配置或者小比例配置），主要目标为获得相对的 α 收益。整体来看，资产种类的选择也并非完全排他性，因为每个状态的选择至少有 3-4 种，而我们总的资产种类只有 5 种。考虑到债券市场的波动率较小，若将债券和股票等风险分配则需要加杠杆 2-3 倍左右，因此我们可以考虑在债市加一定比例杠杆，这也符合中国市场情况。

表 2：中国版全天候配置策略

				流动性	
				上升	下降
增长	上升	通胀	上升	股票、商品、信用债	股票、商品
	下降		下降	利率债、信用债、黄金、股票	利率债、信用债、黄金
				通胀	
				上升	下降
流动性	上升	增长	上升	股票、商品、信用债	股票、商品、信用债
	下降		下降	股票、商品、黄金	利率债、信用债、黄金

资料来源：太平洋研究院整理

3、桥水基金全天候策略与中国版全天候策略区别

我们的模型与全天候策略的区别在于：

首先，桥水的全天候策略针对美国经济做状态划分，资产选择全球资产，主要增加新兴市场债券，我们的模型主要针对中国经济做状态划分，资产主要选取中国

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8801

