

金融周期视角下大类资产如何配置

——资产配置专题报告

分析师： 张佳佳

SAC NO: S1150521120001

2022年03月29日

证券分析师

张佳佳

022-23839073

SAC No: S1150521120001

宋亦威

022-23861608

SAC No: S1150514080001

严佩佩

022-23839070

SAC No: S1150520110001

相关研究报告

《金融周期视角下大类资产表现带来的启示——资产配置专题报告》

投资要点：

- **资产配置思想深远，其功能是风险分散。**资产配置的思想早在3000多年前的《汉谟拉比法典》中就有记载：人们应该把财富平均地分配到土地、商业贸易和现金储备。这种将财富进行平均配置的朴素思想体现出资产配置最基本的功能——风险分散。关于资产配置重要性及有效性的研究获得广泛关注，虽然目前资产配置对于整体收益的贡献大小尚有争论，但资产配置理念已深入人心。
- **资产划分有据可循，配置强调整体贡献。**Greer (1997)把资产类别定义为这样一组资产，它们彼此之间具有一些基本的经济相似性，并且具有使其与不属于该类别的其他资产区分开的特征。一般而言，**资产类别的划分，要满足同质性、排他性和相关性。**与传统单资产策略追求个别资产的风险和收益不同，大类资产配置着眼于个别资产对组合整体风险收益的贡献，因此要统筹各类资产之间的相关性，在进行“配置”时，要突破过于关注单个资产收益风险的局限。
- **战略资产配置反映长期目标，战术资产配置体现短期目标。**资产配置分为两类，即战略资产配置与战术资产配置。前者考虑市场外的诸多因素，后者主要围绕市场；二者对投资者的意义不同，前者是指导方针，后者是操作指南；二者对应期限不同，前者期限长，后者期限短。二者在资产配置中相辅相成，同时扮演着重要的作用。
- **资产配置方法众多，次贷危机引发质疑。**20世纪60年代之前，投资者对资产配置的认识仅仅停留在感性认知层面，多采用恒定混合策略进行风险分散。Markowitz提出的均值-方差模型，将资产配置从实践摸索提升到理论层面，为资产配置理论的发展奠定了基础。此后，更多的资产配置方法被提出。从现实情况来看，2008年次贷危机之后，新的市场特点的出现使得现代投资组合理论受到广泛质疑。
- **资产配置结果比较，我们对不同配置方法，包括等权重法、风险平价模型、均值方差模型以及我们所提出的金融周期指数法，所得到的结果进行比较发现，从整体收益而言，基于金融周期指数进行资产配置的方法显著优于传统的几类资产配置方法，但在最大回撤方面表现较差。总而言之，金融周期指数法是对传统资产配置方法的有效尝试和有益补充，但仍有进一步改进提升的空间。**
- **风险提示：模型失效风险，历史结果不能代表未来。**

目 录

1. 资产配置思想的发展	4
2. 大类资产及配置的涵义	4
3. 资产配置分类	5
4. 资产配置模型	6
4.1 恒定混合模型	8
4.2 均值方差模型	9
4.3 风险平价模型	10
4.4 投资时钟模型	11
4.5 因子模型	12
5. 金融周期下大类资产配置	13
6. 资产配置结果比较及结论	15

图 目 录

图 1: 资产组合有效边界	10
图 2: 美林投资时钟	12
图 3: 转折点法划分金融周期指数 (标暗部分表示金融收缩期)	13
图 4: 不同配置方法业绩比较 (2008. 11. 01-2022. 03. 25)	15

表 目 录

表 1: 金融扩张和收缩期大类资产配置比例 (总权重为 100)	14
表 2: 资产配置结果 (2008. 11. 01-2022. 03. 25)	15

1. 资产配置思想的发展

资产配置的思想早在 3000 多年前的《汉谟拉比法典》中就有记载：人们应该把财富平均地分配到土地、商业贸易和现金储备。这种将财富进行平均配置的朴素思想，以及“不要将鸡蛋放在一个篮子里”，都体现出**资产配置最基本的功能——风险分散**。20 世纪 50 年代，Markowitz 提出基于收益与风险的均值-方差模型，将资产配置从实践摸索提升到理论层面，为资产配置理论的发展奠定了基础。此后，众多学者在此领域进行探索研究，不断推动现代投资理论向前发展。

关于**资产配置重要性及有效性的研究也得到广泛的关注**，比较有代表性的成果包括：Brinson 等人在 1986 年和 1991 年，对 91 只共同基金的投资收益的贡献大小进行研究，发现收益的方差（波动）的 90%以上可被资产配置策略解释。Ibbotson & Kaplan（2000）得到与 Brinson 一致的结论，并且他们进一步得出基金超越市场的收益几乎完全由大类资产配置决定。虽然目前资产配置对于整体收益的贡献大小尚有争论，但资产配置理念及其重要性已深入人心。

2. 大类资产及配置的涵义

大类资产配置包含“大类资产”和“配置”两层涵义，系统完整地理解二者含义是科学进行大类资产配置的重要前提。**Greer（1997）把资产类别定义为这样一组资产，它们彼此之间具有一些基本的经济相似性，并且具有使其与不属于该类别的其他资产区分开的特征，并将大类资产划分为三类：**

- 1、资本资产，通过未来现金流的资本化产生价值。例如，权益、固定收益和房地产。
- 2、消费或转化类资产，通过消费或转化产生价值。例如，谷物、能源等大宗商品。
- 3、价值储藏类资产，在交换和出售时体现价值。例如，货币、珠宝、艺术品等。

大类资产配置首先需要明确用于投资的资产类别，也就是将具有同质投资机会的资产集合起来。如 Swensen（2000）所说，“这项工作既是科学、也是艺术”。一般而言，资产类别的划分，要满足以下特征：

同质性。同一类别资产具有类似的描述和统计特征。

排他性。一项资产不能同时归属两个类别。

相关性。同一类别资产相关性高，不同类别资产的相关性不能太高。

根据以上特征划分，目前通常涉及的资产类别包括：

- 1、股票（如国内、新兴市场、发达国家股票等）；
- 2、债券（如利率债、信用债；新兴市场、发达国家债券等）；
- 3、现金及等价物（如货币基金、7天回购、3个月期国债等）；
- 4、另类投资（如房地产、大宗商品、PE、VC、基础设施投资等）。

了解了大类资产的种类后，有必要对“配置”的涵义说明。“配置”强调的是个别资产对整个投资组合的贡献。与传统单资产策略不同（追求的是个别资产的风险和收益），大类资产配置着眼于个别资产对组合整体风险收益的贡献，因此要统筹各类资产之间的相关性。在进行“配置”时，要突破过于关注单个资产收益风险的局限，否则就是“一叶障目、不见泰山”，“只见树木不见森林”，达不到投资的全局最优结果，造成投资的隐形损失或者承担不必要的风险。

随着理论创新和投资实践，大类资产配置涉及的领域不断拓宽，体现出多样化的特征。不同机构按照不同的侧重点，对“大类资产配置”的称呼也不尽相同，如：多资产配置、战略资产配置、战术资产配置、风险配置、风险预算、因子配置、政策组合制定（Policy Portfolio Creation）、宏观投资（Macro Investing）、投资解决方案（Investment Solution）等。本文所说的资产配置，是指在不同金融周期下提供的投资解决方案。

3. 资产配置分类

资产配置分为两类，即战略资产配置与战术资产配置，关于二者的区别有很多研究。Brennan 等(1997)、Campbell 和 Viceira (2002)、Rey (2003, 2004)等认为执行战术资产配置决策的投资者只关注单一期限内（短期）各资产的期望收益率、风险和协方差，并不考虑各资产关键参数的长期运行规律。Farrell (1997)首次将战略资产配置决策和战术资产配置决策作为一个整体来对待。然而，Farrell 提到的战术资产配置在概念上是广义的资产配置决策，更强调的是资产内组合投资，而没有将短期大类资产仓位的调整与长期资产配置方案进行有机结合。目前国内对战略资产配置和战术资产配置进行系统梳理的有杨朝军（2005），陈浩武（2007）等。虽然不同学者给出的概念有所差异，但有一点是公认的，即**战略资产配置反映长期目**

标，而战术资产配置体现短期目标。国内关于战略资产配置的研究有很多。刘如海和张宏坤（2007）强调战略资产配置需要与资金特征匹配，体现资金的风险偏好。范利民（2010）从投资机会时变性的角度对长期投资者战略资产配置决策做了分析。陈婷和赵杨（2011）通过基于均值方差模型的实证检验，发现中国养老金配置一定比例的股票资产可提高长期受益水平，抵御通胀风险。杨朝军等（2012）研究了资产收益可预测性对长期投资者最优资产组合选择的影响。韩立岩和王梅（2013）构建了动态战略资产配置模型，通过跟踪通胀水平的战略资产配置组合，实现养老金的保值增值。关于战术资产配置的研究，以及将战略与战术资产配置纳入统一框架进行分析的研究相对较少。李学峰和魏娜（2008）通过研究当时国内的35只股票开放式基金，发现战术资产配置对基金业绩贡献较大。霍联宏（2010）强调了保险公司在确定战略资产配置方案的同时，进行战术资产配置（季度调整）的重要性。肖欣荣和孙权（2013）以54只公募基金为样本，发现战略资产配置和战术资产配置对于基金业绩几乎同等重要。

战略与战术资产配置方案的根本区别在于二者考虑的因素不同，前者考虑市场外的诸多因素，后者主要围绕市场；二者对投资者的意义不同，前者是指导方针，后者是操作指南；二者对应期限不同，前者期限长，后者期限短。

战略资产配置和战术资产配置虽有诸多不同之处，但二者在资产配置中相辅相成，同时扮演着重要的作用。战略资产配置通常对应长期配置，而战术资产配置通常对应短期配置，战术资产配置相对更加灵活，且须服从于战略资产配置。好比在一场战争中，战术的使用必须与战略目标相一致，否则可能造成“赢了一场战役却输了整场战争”的局面。就好比在足球比赛中，需根据对手情况决定是打防守反击还是全攻全守的阵型（战略层面），而在不同位置由哪位球员出场，则是教练（资产配置师）依照战略需求所做的战术选择。战略资产配置和战术资产配置又好比营养师和厨师的关系，营养师根据个人身体情况进行营养搭配，厨师则须按照营养师的建议做好菜品，确保当事人充分吸收营养，达到调养身体的最终目标。

4. 资产配置模型

虽然资产配置的思想由来已久，但资产配置理论的发展只有短短几十年的时间。20世纪60年代之前，投资者对资产配置的认识仅仅停留在感性认知层面，多采用恒定混合策略进行风险分散。其中比较有代表性的是等权重 $1/N$ 组合（在 N 种可投资的资产中，每种资产配置的权重均为 $1/N$ ）和60/40组合（股票和债券投资比例分别为60%和40%，或者60%的股票、30%的债券和10%的现金及现金等价物）。

20世纪50年代，Markowitz（1952）提出了基于收益与风险的均值-方差模型，将

资产配置从实践摸索提升到理论研究层面，开启了量化资产配置的时代。

在之后的一段时间，众多学者不断对均值-方差模型进行完善。Sharpe (1964)、Lintner (1965) 分别独立地在现代资产组合理论 (Modern Portfolio Theory, 简称 MPT) 基础上提出了资本资产定价模型 (Capital Asset Pricing Model, 简称 CAMP), 并指出在一定的条件下, 市场投资组合既是均衡组合, 也是最优组合。但是在实际中无法构建市场投资组合。1964 年, Tobin (1964) 又引入无风险资产, 将均值方差模型中的有效边界变成一条直线, 并引入了著名的两基金分离定律。然而, 现代投资理论存在一定的缺陷, 例如模型对参数的敏感性较高, 存在“资产配置之谜” (Canner & Mankiw, 1997) 等。

20 世纪 80 年代, 美国推出了 401K 计划, 养老金的资产配置需求与日俱增, 基于风险预算的模型逐渐诞生。由保险机构催生的复制卖权 (SPO) 模型, 其思想是通过调整无风险资产和风险资产的比例, 并加入期权锁定投资组合下跌风险, 以取得最大收益。由于 SPO 模型在使用过程中需要估计许多参数, 因此, Black & Jones (1987) 提出固定比例投资组合保险策略 (CPPI), 在模型中加入个人期望收益和风险承受能力参数, 通过调整资产组合的比例达成保护本金安全的目的。Estep & Kritzma (1988) 则认为投资者更关注资产当前价值, 于是, 把保险额度和资产净值进行关联, 提出了时间不变性投资组合保险策略 (TIPP)。其共同点在于给予投资者一个安全的资产份额, 从而控制风险。这种模型的不足之处在于缺乏灵活性, 且安全资产的利用率较低。

20 世纪 90 年代以来, 人们一方面仍在不断完善均值方差模型, Black & Litterman (1992) 在均值-方差模型的基础上, 纳入投资者建议作为变量, 求得最优资产配置方案, 这就是著名的 B-L 模型。该模型的提出极大地促进了大类资产配置策略在实践中的应用。另一方面, 投资者更加注重资产收益的预测, 也即资产的轮动关系。1994 年, Clare 等 (1994) 首次在学术界提出 GEYR (Gilt-Equity Yield Ratio), 即利用股票收益率和债券收益率的差异判断是否增持股票份额, 并发现基于 GEYR 的滞后变量模型具有一定的预测能力。在此基础上, Clare 等 (1994) 进一步制定了交易策略。2004 年, 美林证券 (现美银美林) 对美国 1973-2004 年的数据进行统计分析, 得到了著名的美林投资时钟 (Greetham 和 Hartnett, 2004), 对四种不同的宏观经济环境下如何配置股票、债券、现金以及大宗商品给出了指导性建议。21 世纪以来, 全球风险上升, 人们越来越意识到追求短期高收益并非战略资产配置的目标, 而在控制风险的情况下取得长期稳健的收益更加重要。基于风险预算的资产配置策略逐渐大行其道。Dalio (2004) 将风险平价策略用于桥水基金的投资实践, 取得了长期稳健的业绩回报。Qian (2005) 首次对风险平价模型进

行了系统梳理。Ang (2014) 提出风险因子模型。与此同时，随着全球人口老龄化进程的加快，养老金的资产配置引起了广泛的重视，生命周期模型再次受到关注。生命周期模型是动态随机模型，其目标是使得个体能够合理管理人力资本和金融财富，从而能在各个生命阶段维持可接受的生活水平。

2007 年，Adler & Krizman (2007) 提出了一套更加灵活的投资策略——Full-scale 策略，该策略的核心思想是根据每个投资者的不同效用函数，分别计算每个时期的效用最大化投资组合。2008 年，Choueifaty & Coignard (2008) 构建了一个分散化指数 (Diversification Ratio, DR)，并由此构建出最大化分散风险组合 (Most Diversified Portfolio, MDP)，其核心思想是利用分散化投资将投资组合的风险最小化。

从现实情况来看，2008 年次贷危机之后，现代投资组合理论受到广泛质疑。新的市场特点开始出现：第一，全球主要市场的波动幅度都有所提升；第二，全球不同市场的相关性不断提升，并且不同种类的大类资产间的相关性在危机时期往往会上升（比如 2020 年 3 月新冠肺炎疫情在全球开始蔓延，全球股市、黄金等大类资产同时出现大幅下跌）；第三，危机催生出市场上更多的避险需求，也即更多的对美国国债的需求，导致股债收益率相关性长期为正的情况出现；第四，2008 年次贷危机后全球同步性量化宽松，大幅拉低了全球债券收益率，同时拉低股票期望收益率，给大类资产配置带来了更多的考验。第五，资产配置风险主要来源于股票，未来资产配置策略需要更好地平衡风险与收益间的关系。

以下对其中几类主要资产配置模型加以说明。

4.1 恒定混合模型

恒定混合模型是目前应用最广泛的资产配置模型之一。一类重要的恒定混合模型为等权模型。根据 Gibson (2014)，在 2000-2009 年的十年间，对美国高质量债券、大公司股票以及不动产证券（不动产投资信托基金，REITS）进行等权重配置的复利年收益率为 6.13%，高于同期美国大公司股票-0.95%的复利年收益率，以及 2.52%的年通货膨胀率。Ang (2014) 也发现，通过每期再平衡到一个固定的权重（也即恒定混合模型），长期来看最终将取得优于买入持有策略的收益。

另一类重要的恒定混合模型为 60/40 模型，即投资 60% 在股权资产，40% 在债权资产，实为一种资金加权的混合配置方法。机构投资者曾广泛采用 60/40 混合配置方法。2001-2012 年，以标普 500 指数与美国国债进行六四混合的组合平均收益

为 5.4%，高于美国大学捐赠基金平均收益的 4.6%；波动率 10.2%，低于捐赠基金平均波动率的 11.3% (Ang, 2014)。挪威主权养老基金 (GPDF) 严格遵守 60/40 配置，获得了高于通胀 5% 以上的稳健收益。然而，60/40 的配比使得投资组合的风险 90% 集中在股票资产 (Qian, 2005)，当股票价格下跌时抵御风险的能力较差。

4.2 均值方差模型

均值方差模型是通过二次优化的方法得到资产配置方案，又称最优化模型，始于 1952 年马科维茨的开创性研究，其特点是在一系列约束条件下实现效用函数的最优化。马科维茨提出的均值-方差模型开启了量化资产配置的新篇章，其卓越的贡献在于将标准差作为风险的度量，并发现相关性较低的资产可以有效地降低整个组合的风险。资产优化配置的均值-方差模型有如下两种表达方式：

1、给定组合收益 $E_p = E_0$ ：

$$\min \sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{j=1, j \neq i}^N x_i x_j \sigma_{ij} \quad (1)$$

使得 $\sum_{i=1}^N x_i E_i = E_p = E_0$ ， $\sum_{i=1}^N x_i = 1$ ， $x_i \geq 0, i = 1 \dots N$ 。其中， x_i ， σ_i 分别是资产 i 的投资权重和标准差。

2、给定组合风险 $\sigma_p = \sigma_0$ ：

$$\max E_p = \sum_{i=1}^N x_i E_i \quad (2)$$

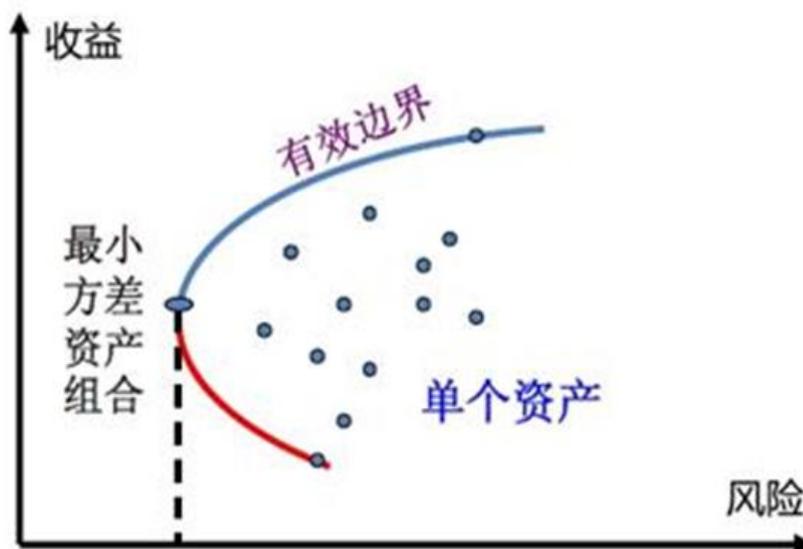
使得 $\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{j=1, j \neq i}^N x_i x_j \sigma_{ij} = \sigma_0^2$ ， $\sum_{i=1}^N x_i = 1$ ， $x_i \geq 0, i = 1 \dots N$ 。

从数学的角度来看，式(1)和式(2)是等价的，但是在实际应用中却截然不同。收益型产品是指在保证最低预期收益的情况下，寻求风险的最小化，对应式(1)，实则风险是不可控的。随着打破刚兑，要保证收益可能意味着承担更高的风险。而净值型产品是指在保证最大可承受风险的情况下，寻求预期收益的最大化，对应式(2)，其风险是可控的。因此，在“资管新规”下，更重要的是做好理财产品和投资者风险的匹配。

在均值-标准差二维空间中能给出投资机会集的有效边界 (Efficient Frontier)，如

下图所示:

图 1: 资产组合有效边界



资料来源: 公开资料, 渤海证券研究所

4.3 风险平价模型

风险平价模型 (Risk Parity Model), 又称风险均衡模型, 是资产配置领域最为常用的模型之一。Booth & Fama (1992) 提出分散投资能防范风险, 规避风险可以提升收益。桥水基金 1996 年开始基于风险平价的理念进行投资, 推出著名的“全天候”投资组合 (All Weather Portfolio), 该策略的核心是将投资组合的风险平均暴露在不同的经济环境中, 使得未来无论处于哪一种经济环境, 该投资组合的风险都是可控的, 并且总有一个子组合表现优异。

实际上, Qian (2005) 才正式提出风险平价 (Risk Parity) 的概念。风险平价模型的思想相对简单, 即各类资产对整个投资组合的风险贡献相同。Maillard 等 (2010) 揭示了风险均衡方法的解析特性, 特别验证了风险均衡策略组合的存在性及唯一性, 并指出其介于最小方差组合和等权重组合之间。Roncalli (2013) 则对风险平价的数理基础做了详细介绍。Roncalli & Weisang (2012) 和 Clare 等 (2016) 对风险平价模型进行修正和完善, 在降低波动的同时, 显著地提高了投资的绩效水平。

风险平价模型的理论核心是欧拉风险分解定理。具体构建步骤如下:

1、测算投资组合的风险整体 $R(w)$:

$$R(w) = [w^T \Sigma w]^{1/2}$$

其中 $w = (w_1, w_2 \dots w_k)^T$, $\sum_{i=1}^k w_i = 1$ 是投资组合的权重向量, Σ 是协方差矩阵。

2、测算每种风险资产对组合的风险贡献 RC_i :

$$RC_i = w_i \partial R(w) / \partial w_i$$

3、根据欧拉风险分散分解定理, 有 $\sum_{i=1}^k RC_i = R(w)$ 。令 $RC_i = R(w)/k$, 从而分别求出每种资产所对应的权重系数。

在实际应用中, 许多风险平价问题都不存在解析解, 并且由于协方差矩阵的存在, 以及资产间的相关性并不稳定, 故而是一个简单有效的求解方法是直接利用波动率的倒数占组合所有资产波动率倒数之和的比重来求权重系数。由于表示波动率的一个指标即为资产的贝塔系数, 由此构建出一种特殊的风险平价组合—贝塔投资组合 (Portfolio Beta), 即各种资产的投资权重与该资产关于整个组合的贝塔系数成反比。

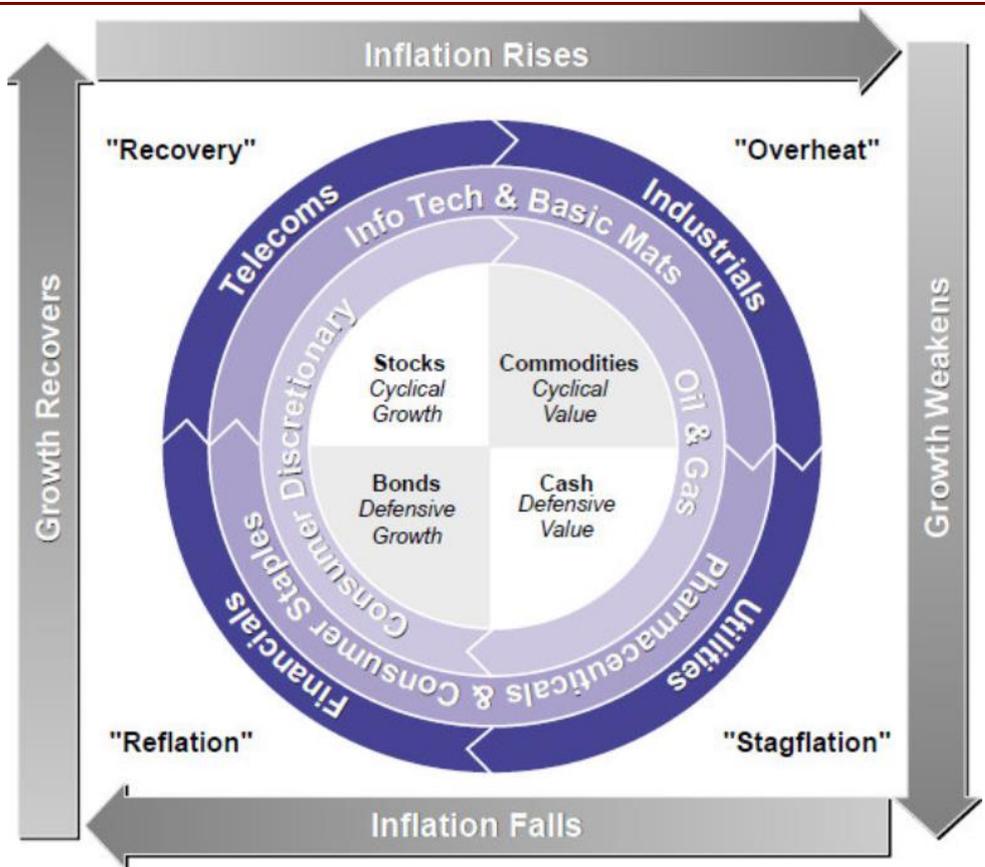
风险平价模型在一定条件下得到的配置方案与马科维茨均值方差模型得到的最优化方案是一致的, 此时需要满足两个条件。第一, 各类资产的夏普比率相等; 第二, 各类资产之间的相关系数相等。但二者存在也存在显著差异。首先, 风险平价模型不考虑收益, 仅基于风险进行资产配置决策。其次, 风险平价模型和均值方差模型在风险度量方式的有所不同。除此之外, 均值方差模型在最优化过程中即设定了风险约束, 例如投资者可承受的最大标准差。因此最优化的结果可直接用于资产配置。而风险平价模型在模型的计算过程中并未设定风险约束, 换言之, 风险平价模型中, 单个资产的风险确定后, 组合的风险水平已经确定了。综上, **风险平价模型可视为均值方差模型的一种特殊情形。**

4.4 投资时钟模型

美林投资时钟模型 (Merrill Lynch Investment Clock) 是由 Greetham & Hartnett (2004) 在一篇研究报告中提出, 他们根据经济增长和通胀的关系, 把经济周期划分为复苏、过热、滞胀和衰退四个阶段, 对应的各个周期分别应该优先配置股票、大宗商品、现金和债券。其核心思想是, 不同种类大类资产在经济周期不同阶段的表现中存在规律性。具体而言, 美林证券公司通过经济增长指标 (包括央行政策指标、NBER 先行指数、商业信心指数和 GDP 预期指数) 以及通胀指标 (产出缺口、原油价格、价格统计和 CPI 预期指数) 分析计算美国当时的产业缺口和通胀

情况。并对股票、债券、现金和大宗商品在各个阶段的收益率表现做出经济分析和实证检验，提出相应的配置策略。

图 2：美林投资时钟



资料来源：Merrill Lynch，渤海证券研究所

美林投资时钟模型只针对经济周期和货币周期做出投资判断，未考虑当期资产本身价格高低，容易出现高回撤风险；关于经济周期的划分以及大类资产收益率的测算口径也缺乏统一的标准，存在一定的主观性；并且在后危机时代，由于全球各大央行不断改变货币政策，进行逆周期调节，使得经济脱离周期运行，时钟模型的有效性也有所下降。各国经济所处阶段、开放程度以及外在约束各不相同，在使用时钟模型时，需要对其进行相应的调整。

4.5 因子模型

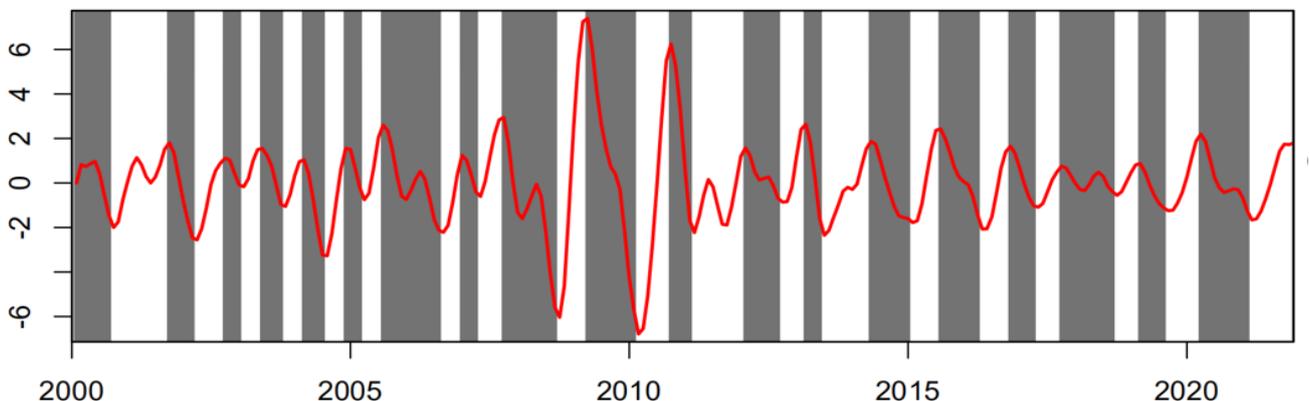
因子配置的主要理念在于，资产配置的本质是风险因子的配置，而不是资产本身的配置。因子按照是否可投资，可以分为宏观因子和风格因子。直接从资产层面做配置决策不能有效分散风险，因子配置则是可行的替代方案。随着因子配置的快速发

展,越来越多的投资者开始利用因子构建投资组合,甚至觉得因子可以替代大类资产成为构建投资组合的基石。Cocoma 等(2017)对此进行研究发现,整体上因子的表现不如大类资产稳定。如果只是将资产类别整合成因子构建投资组合,并不能获得更优的结果。Bender 等(2019)则试图建立一个资产配置和因子配置的统一框架,他们利用最优因子组合包含的信息,调整对预期收益率的估计,构建出最优的资产配置组合。

5. 金融周期下大类资产配置

我们在 2022 年 3 月 8 日的专题报告《金融周期视角下大类资产表现带来的启示》中,对传统的经济周期和金融周期进行了比较梳理,并在此基础上选取具有代表性的国内金融变量,包括房地产、资本市场、货币供应量和汇率,通过动态因子模型最终构造出有别于传统金融周期的**金融周期指数**(数据起始末为 2000 年 2 月至 2021 年 12 月)。

图 3: 转折点法划分金融周期指数(标暗部分表示金融收缩期)



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

通过该指数发现中国金融呈现明显的周期性特征(金融扩张期和收缩期交替出现),并以沪深 300 指数、十年期国债收益率、南华商品指数和黄金为例,分别考察了股票、债券、黄金和商品在不同金融周期下的表现,得到一些有启示意义的结论,包括但不限于:在金融扩张期,各大类资产的总体表现优于其在金融收缩期的表现;扩张期“股债双熊”少见,收缩期“股债双牛”少有,也在一定程度上印证了股票和债券的相关性较弱;无论是在金融扩张期还是在收缩期,黄金上涨的概率均接近七成,且平均涨幅也相差不大;相对而言,商品在金融扩张期和收缩期,上涨和下跌所占比例均比较接近。

这些有趣的发现为我们基于金融周期指数进行大类资产配置提供了新的思路和可能，这也正是我们接下来要做的事。进行资产配置首先需确定所选的大类资产类别，鉴于国内可投资性及数据可得性，我们以沪深 300 指数（000300.SH）、南华黄金指数（NH0008.NHF）、南华商品指数（NH0100.NHF）和国债总指数（CBA00601.CS）分别作为股票、黄金、商品和债券等四种大类资产的代理变量；其次要确定在金融扩张期和金融收缩期各大类资产的配置比例，由于在构造金融周期时已经利用了动态因子模型，在确定配置比例时我们采用恒定权重法（假定总权重为 100），即在金融扩张期，以上各类资产的配置比例分别为：70：15：10：5；在金融收缩期，以上各类资产的配置比例分别为：40：25：20：15。考虑到数据可得性和周期完整性，我们选取的回测时间为 2008 年 11 月 1 日至 2022 年 3 月 25 日。

表 1：金融扩张和收缩期大类资产配置比例（总权重为 100）

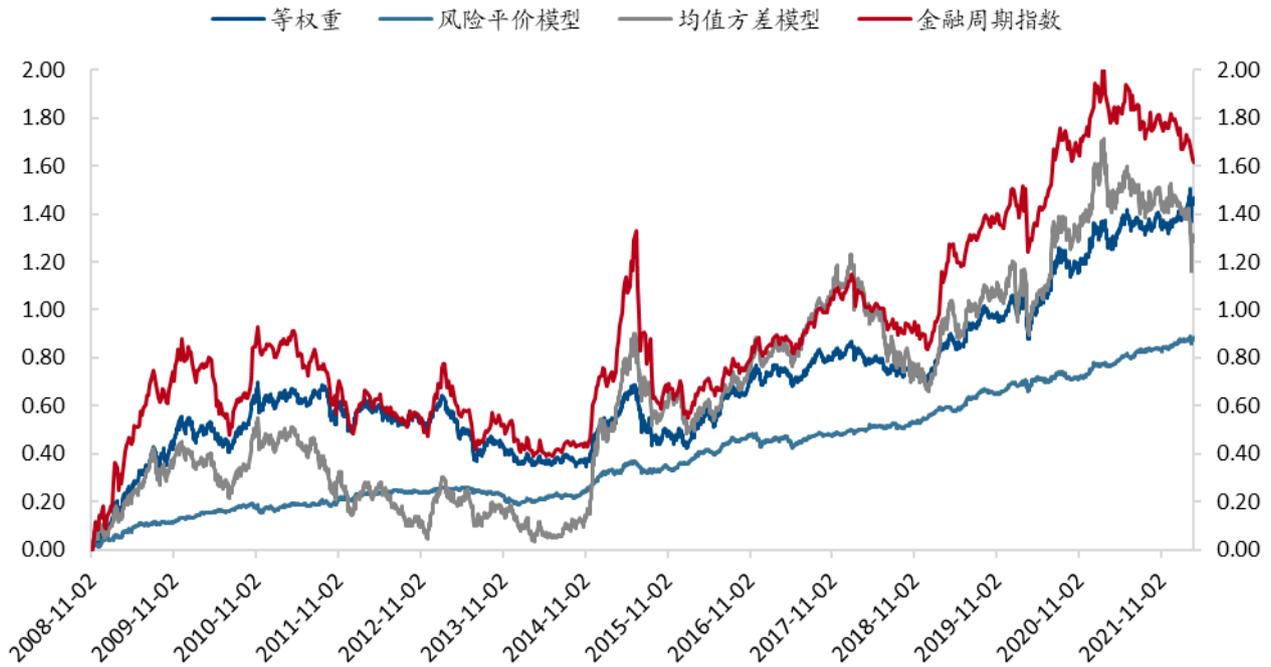
	时间段（月末）	持续月数	沪深 300 指数 000300.SH	南华黄金指数 NH0008.NHF	南华综合指数 NH0100.NHF	国债总指数 CBA00601.CS
金融 扩 张 期	2008.10-2009.04	6	70	15	10	5
	2010.03-2010.10	7				
	2011.03-2012.02	11				
	2012.10-2013.03	5				
	2013.07-2014.05	10				
	2015.02-2015.08	6				
	2016.05-2016.11	6				
	2017.05-2017.10	5				
	2018.10-2019.03	5				
	2019.09-2020.04	7				
2021.03-2021.12	9					
金 融 收 缩 期	2009.04-2010.03	11	40	25	20	15
	2010.10-2011.03	5				
	2012.02-2012.10	8				
	2013.03-2013.07	4				
	2014.05-2015.02	9				
	2015.08-2016.05	9				
	2016.11-2017.05	6				
	2017.10-2018.10	12				
	2019.03-2019.09	6				
	2020.04-2021.03	11				

资料来源：Wind，渤海证券研究所

6. 资产配置结果比较及结论

我们比较用不同配置方法，包括等权重法、风险平价模型、均值方差模型以及我们所提出的金融周期指数法，所得到的结果。

图 4：不同配置方法业绩比较（2008.11.01-2022.03.25）



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

表 2：资产配置结果（2008.11.01-2022.03.25）

资产配置方法	总回报(%)	年华收益率(%)	年华波动率(%)	最大回撤(%)
等权重	146.65	6.95	9.12	-20.53
风险平价模型	88.28	4.82	3.10	-5.72
均值方差模型	128.62	6.34	14.20	-33.40
金融周期指数	161.29	7.41	15.01	-34.89

资料来源：Wind，渤海证券研究所

从图 4 和表 2 可以看出，从整体收益而言，我们所提出的基于金融周期指数进行资产配置的方法显著优于传统的几类资产配置方法，但在最大回撤方面表现较差。总而言之，金融周期指数法是对传统资产配置方法的有效尝试和有益补充，但仍有进一步改进提升的空间。

投资评级说明:

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

分析师声明:

本报告署名分析师在此声明:我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师,以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的数据和信息,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点,结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下,我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有,未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“渤海证券股份有限公司”,也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyan.jun@bhzq.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhzq.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn