



投资中的进攻与防守

联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

一、进攻与防守的定义

配置更多的风险资产为进攻，配置更少的风险资产为防守。

本质上这是一种择时行为。(择时是指通过短期内偏离长期资产配置目标来获利的一种投资策略)

二、择时是负收益的重要来源

择时让投资者的回报更差。例如，Barber 和 Odean 的研究表明，“择时的努力让投资者每年损失 2.65% 的净回报”。Firesen 的研究同样指出，“在 1991 至 2004 年，股票型基金投资的择时决定每年让投资者损失 1.56%”这才有了🕒投资中的资产配置与择时 引用过的结论：“平均而言，资产配置政策对组合收益的贡献略超出组合的总收益”。

三、择时的类别

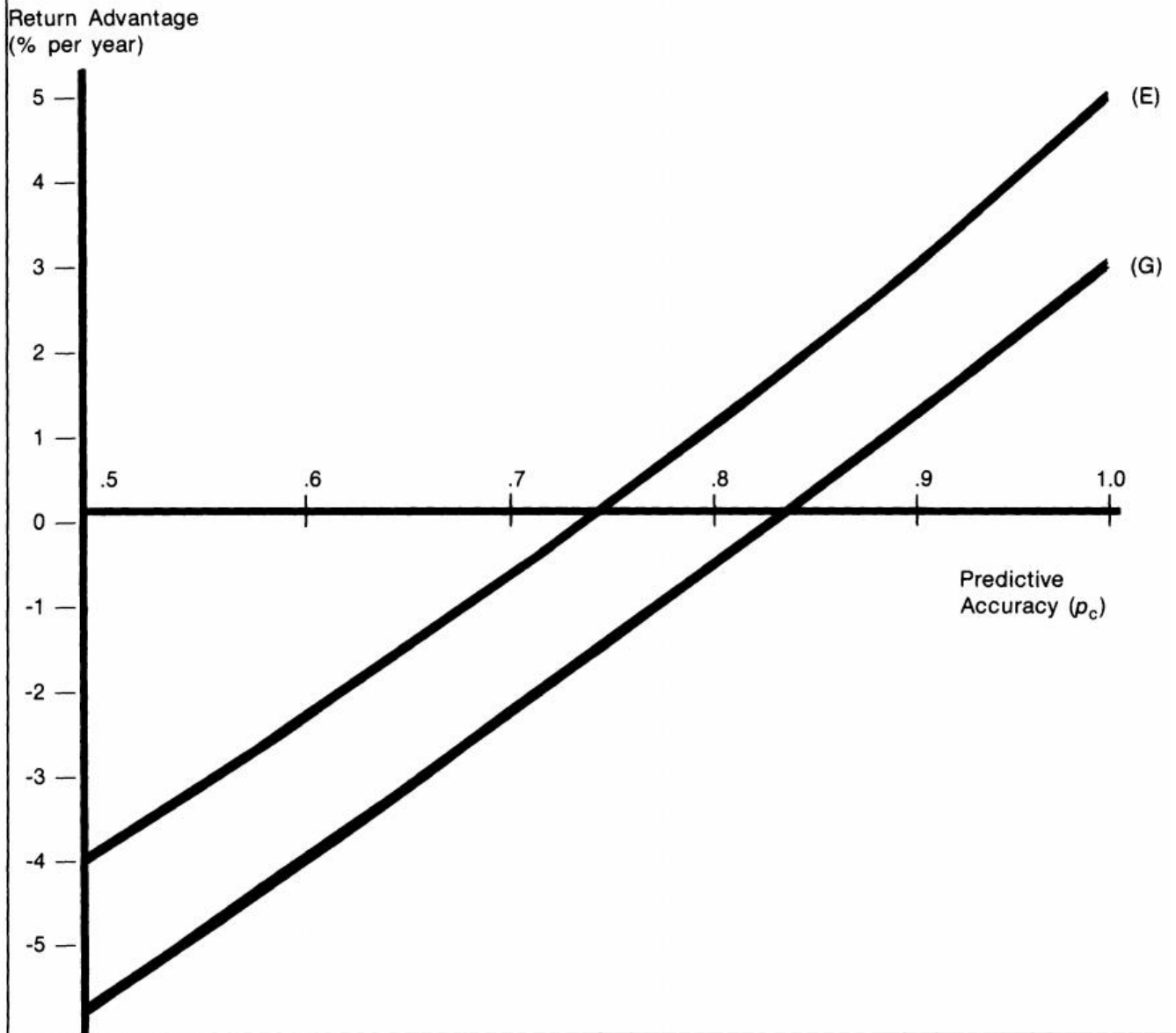
有两种择时类别。一种是**依赖预测价格**的择时，另一种是**不依赖预测价格**的择时。

四、预测价格的择时

图表 1 择时所要求的准确率

FIGURE A2. Annual Return Advantage from Market Timing with Unbiased Predictions

(E) Expected return, versus a mixture of stocks and cash equivalents with an equal standard deviation of return
(G) Geometric mean return, versus buying and holding stocks.




资料来源：William F. Sharpe

诺贝尔奖得主，威廉·夏普在一篇学术论文中提出，要想在择时的游戏中占得便宜，预测者需要达到 74% 的准确率。如果无法达到 74% 的准确率，那么投资者还不如买个被动型指数基金并长期持有。夏普统计了当时美国一些比较有名的股票预测专家的记录，没有一个人能够达到 74% 的准确率。这个研究也间接解释了为何基金经理难以长期跑赢指数。

John Graham 收集了数百本投资期刊，并对它们对于股票市场的预测做了统计分析，发现投资简报做出的购买股票的预测，和股市的走向基本没有相关性。

一份研究整理了美国的 269 家券商的 4340 位分析员做出的 36 万个投资建议。在对这些投资建议做了系统化分析以后，作者得出结论：如果遵照这些投资建议去进行投资，在考虑了投资费用（券商佣金，买卖差价等）的影响后，投资者的回报并没有得到显著提高。换句话说：这些投资建议的作用只是帮助券商挣到了更多的佣金收入而已，对投资者来说价值为零。

中国的情况不遑多让。整理了在 2013 年至 2017 年间, 75 家券商和 2119 位研究员, 覆盖 3096 家上市公司数据之后, 作者发现——其中负面报告 199 篇, 看多报告 85700 篇。看多比率达 99.8%, 总体准确率为 21%。

一言蔽之，通过预测价格来择时，难。通过看券商研报从而预测价格来择时，难上加难 。

五、预测价格为何难以带来收益

要是所有人的预测都是对的，你预测对了，价格早已反映了这一预期。与一致预期不同的正确预测能赚大钱，但是很难总是预测对，很难付诸行动。

赚钱的预测，不仅要和共识不同，还要预测对将发生什么、怎么发生，连什么时候发生也要预测对。要知道，太过超前与错误是无法区分的。

六、不预测价格的择时

虽然我们可能无法预测未来, 但这并不意味着我们在应对未来时无能为力。借用 Howard Marks 的话, “虽然我们不能知道我们要去哪里, 但我们应该知道我们在哪里。”

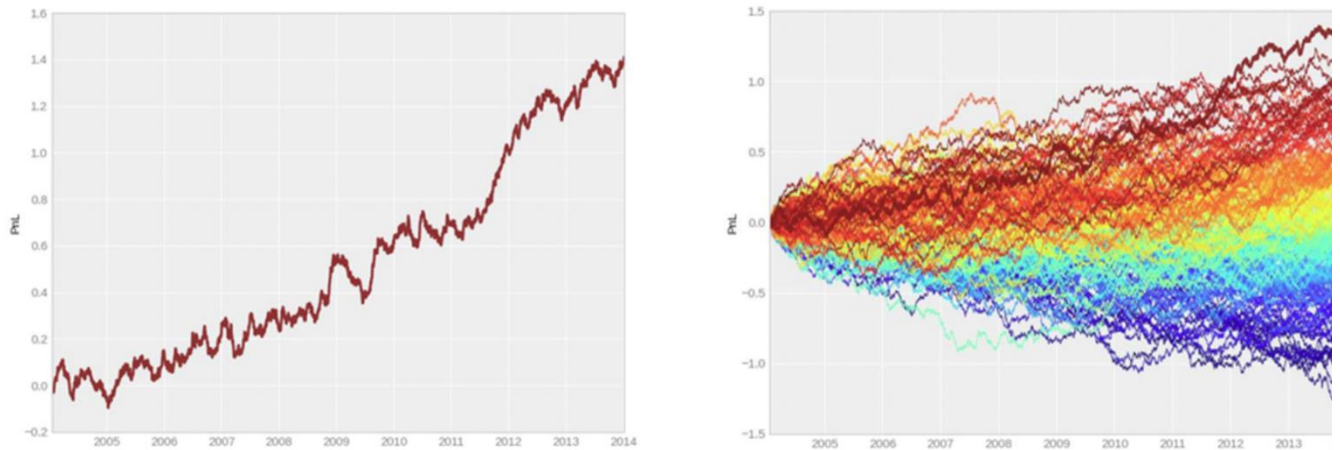
思考进攻和防守之间的平衡的方法是去考虑投资者每天面对的“孪生风险”：亏钱的风险和错失机会的风险。在理论上，你可以消除其中一个，但无法两个都消除。甚至，消除了其中一个风险会让你完全地暴露在另一个风险之中。不预测价格的择时，本质是在权衡亏钱的风险和错失机会的风险。

对于多数投资组合而言，股票和债券彼此互为机会成本。不预测价格的择时，也就是在衡量股债的相对价值，并以此做出调整。

七、量化择时指标

“四个参数画大象，五个参数鼻子晃”并非戏言。量化模型的参数和优化应尽可能的少。否则极可能过度拟合。

图表 2



左图为稳定回报的交易策略，右图为两百次随机交易回测

资料来源：五福资本，铜冠金源期货

投资中的技能与运气 中论述过，如果用结果衡量决策质量，那么极可能出现**幸存者偏差**。

综合考虑两者，量化择时指标只考虑用 ERP (Equity Risk Premium, 股权风险溢价) 作为衡量标准。ERP 为股票的盈利收益率-国债收益率。这里使用万得全 A 指数的滚动市盈率 and 十年期国开债收益率。

同时，以 2002 年-2007 年数据作为参考，得到 ERP 的最大值为 4.05%，最小值为 -3.39%。仅以这两个数据作为参考——当 ERP 接近历史最大值时增加股票比例，接近历史最小值时增加债券比例。

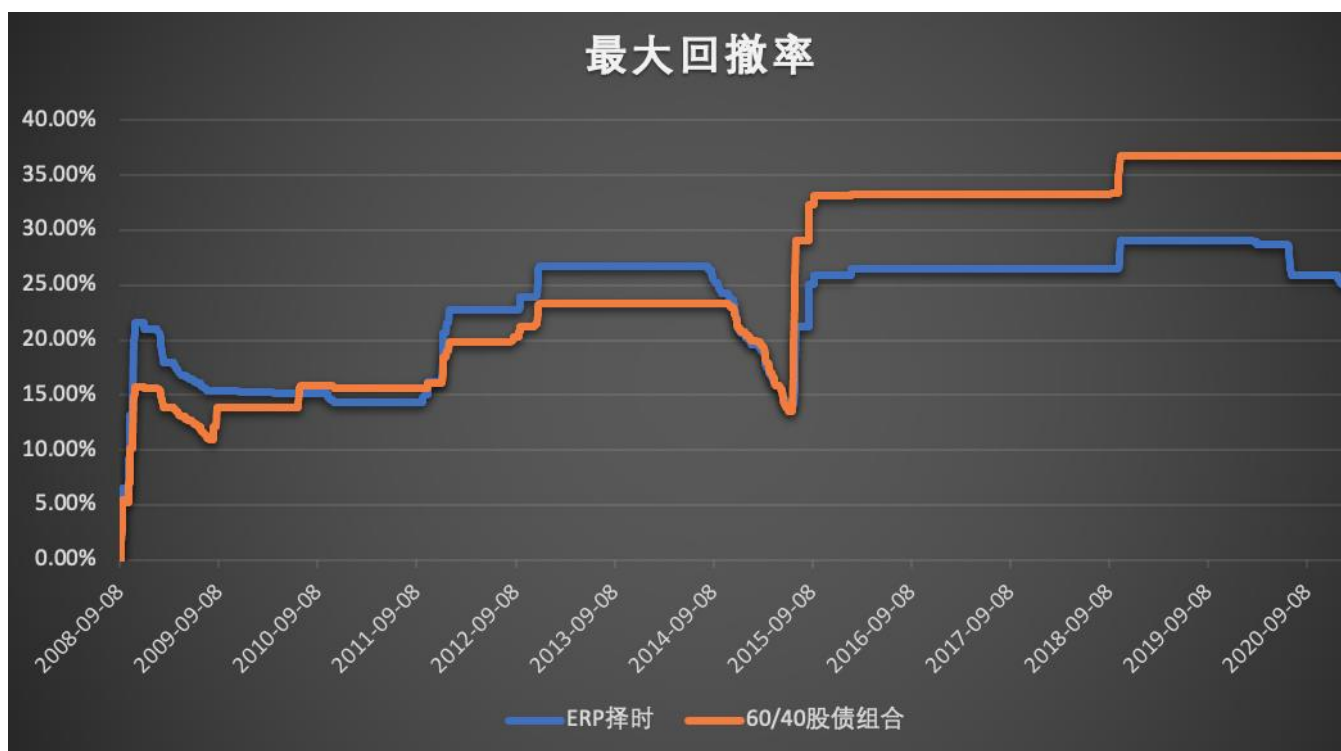
八、量化指标回测

图表 3 净值对比



资料来源：铜冠金源期货

图表 4 最大回撤率



资料来源：铜冠金源期货

图表 5 策略对比

Aa 属性	# 超额年化收益率 (%)	# 最大回撤率 (%)	# 年化收益率 (%)
60/40组合-相同起点	0	36.74	10.73
ERP-相同起点	4.88	29.1	15.61
ERP-相同起点-极值加倍	6.24	28.88	16.97
60/40组合-高点	0	49.1	2.53
ERP-高点	5.65	34.3	8.18
ERP-高点-极值加倍	6.48	35.56	9.01
60/40组合-低点	0	36.73	8.57
ERP-低点	3.71	29.38	12.28
ERP-低点-极值加倍	5	34.3	13.57

资料来源：铜冠金源期货

九、量化择时策略的调整

虽然从超额收益与最大回撤的角度看，择时策略在超过十年的区间内都大幅优于基准。但构建投资组合的最终目的，是在管理最大回撤的基础上，获取长期回报。理论上，ERP 策略是可以通过调整区间的上沿和下沿，从而改变风险偏好的。

图表 6 调整前后对比

Aa 属性	# 最大回撤率 (%)	# 超额年化收益率 (...)	# 年化收益率 (%)
60/40组合	36.74	0	10.73
ERP下沿为-3.39%	29.1	4.88	15.61
ERP下沿为-1%	21.25	4.12	15.29
ERP下沿为-0.5%	19.46	3.7	14.88
ERP下沿为0%	17.69	3.4	14.57

资料来源：铜冠金源期货

十、量化择时策略的反思

既然使用历史数据，那么就无法避免归纳法的天然缺陷——**当未来不再重演历史时，策略将无法稳定**。那么不可避免需要考虑两点：

策略稳定的可能性

策略不稳定的损失

参数越多，策略越容易不稳定。ERP 择时策略的参数较少，但依然要思考另一点——**什么情况下策略会不再稳定？损失会是怎样的？**

至少有以下几种可能：

股票超级牛市，PE 持续处在历史高位，甚至可能不断新高。这种情况发生的话，股票会较少配置，收益会被减弱。

债券超级熊市，收益率不断处在历史高位，并不断创出新高。这种情况发生的话，债券增加配置，损失会被放大。

反之亦然，即突破历史性的股长熊、债长牛。

如果前两者不是同时发生，那么一种资产的损失可能能够被另一种资产的收益弥补。

两者同时发生的话，组合将会遭遇巨大的打击。但风险敞口极小——并且可以用极度虚值 X 极度虚值的股债期权的组合弥合。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A2506 室
电话：0562-5819717



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。