

分散投資究竟意味著什麼？



Tianyin Cheng
策略與ESG指數總監
標普道瓊斯指數

儘管投資者經常關注投資組合的多樣化,但傳統的資產配置方法,例如經典的60/40股票/債券組合,由於大部分風險來自股票,這可能導致跨資產類別的風險分配失衡。分散投資究竟意味著什麼?風險平價策略確認以下方面來回答這個問題:

(1) 資產類別的回報通常與所承擔的風險成正比,

(2) 分散投資相對不相關的資產組合可降低風險,而無需放棄回報,及

(3) 在不同的經濟週期中,不同的資產類別面臨的風險水平不同。

該等策略平衡資產組合的風險並對整體投資組合運用槓桿,有助應對分散的投資組合實現更高回報和降低風險的雙重挑戰。Bridgewater於1996年推出的All Weather基金是首隻風險平價基金,之後許多投資公司開始向客戶提供風險平價基金,尤其是在2008年全球金融危機之後。但多年來該等策略一直沒有適當的基準,多數投資者使用傳統的60/40組合來彌補空缺。問題是在多數時候,該等基準並未

反映風險平價策略的構建或風險/回報預期。標普風險平價指數在設計之初便考慮到這一點,其目標是為投資者提供適當的基準,同時亦作為替代主動風險平價方法的可投資被動方案。

標普風險平價指數包括什麼,其如何發揮作用?

該等策略中可使用多種資產,包括股票、固定收益、貨幣、大宗商品、房地產和對沖基金。但標普風險平價指數的投資僅限於是常視為最具流動性的三種資產類別的期貨合約(如圖1所示):股票、固定收益和大宗商品。

為衡量風險,我們使用長期實際波幅。我們的累計數據包括回溯測試期開始時至少有五年歷史,上限為15年。我們使用實際波幅來避免依賴波幅預測模型。我們將預設目標波幅除以長期實際波幅,以計算各資產類別的持倉權重,目標是使各資產類別的波幅類似。



Berlinda Liu
全球研究與設計高級總監
標普道瓊斯指數



Vinit Srivastava
策略與ESG指數主管
董事總經理
標普道瓊斯指數

圖1: 標普風險平價指數的成分股

股票	固定收益	大宗商品
標普500指數® 歐洲Stoxx 50 日經225期貨	美國中期國庫券 (5年) 美國中期國庫券 (10年) 美國長期國債 (30年) 英國長期國債金邊債券 歐元債券 中期歐元債券 日本政府債券 (10年)	天然氣 燃油#2 柴油 原油 布倫特原油 汽油 糖#11 活牛 咖啡「C」 棉花#2 大豆 玉米

資料來源: 標普道瓊斯指數有限公司。數據截至2018年7月。圖標僅供說明。

由於資產類別之間的相關性, 風險平價投資組合的實際波幅通常低於目標波幅。為實現目標波幅, 我們運用槓桿因子。該方法避免了估計方差—協方差矩陣, 同時解決了相關效應。

其後在各資產類別中, 我們使用上述方法合併期貨合約, 以確保每種期貨對其資產類別產生的風險相同。我們每月重複該過程並重新調整至新的權重。

該方法背後的理念是什麼?

標普風險平價指數 (提供針對不同風險水平的版本) 尋求不同資產類別和每種資產不同時段的均衡風險承擔, 以及基於跨資產相關性的動態槓桿。當資產不相關時, 跨資產類別的均衡風險承擔有助實現最小方差投資組合。每種資產在不同時段的均衡風險承擔可利用波幅與回報率之間的負相關以及波幅持久性。實際波幅較高時, 未來波幅亦趨於高位; 而未來波幅較高時, 預期期貨回報率趨於低位。因此, 對波幅目標的動態風險調整可隨時間增加價值。

風險平價

風險平價的概念被廣泛應用, 但不出所料, 這些策略的實施方式也存在差異。選擇的資產類別 (和工具)、使用的風險計量以及資產對投資組合的風險貢獻如何處理也會產生差異。

圖2: 標普風險平價指數在不同美國商業週期的表現

經濟階段	標普風險平價數 —10%目標波幅	標普風險平價數 —12%目標波幅	標普風險平價數 —15%目標波幅	股票/債券 投資組合60/40
月均回報率 (%)				
擴張	0.92	1.07	1.30	0.99
放緩	0.83	0.98	1.23	0.46
收縮	0.77	0.91	1.13	0.35
復甦	0.35	0.40	0.49	0.51

標普風險平價指數和60/40投資組合的月均回報率差異
(雙樣本t統計量和顯著性水平)

擴張	-0.38	0.38	1.31	-
放緩	1.55	1.98**	2.50**	-
收縮	1.85*	2.30**	2.85***	-
復甦	-0.46	-0.28	-0.05	-

60/40股票/債券投資組合為假設的投資組合。

資料來源: 標普道瓊斯指數有限公司。數據截至2018年5月31日。指數表現基於每月總回報(以美元計)。過往表現不能保證未來結果。圖表僅供說明,反映假設的過往表現。有關回溯測試表現的固有限制的詳情,請參閱本文檔末的「表現披露」。

*** 在0.01水平有顯著差異

** 在0.05水平有顯著差異

* 在0.10水平有顯著差異

最後,基於跨資產相關性的動態槓桿有助管理整體投資組合風險。跨資產相關性與宏觀波幅水平成正比,並表現出週期性行為。高相關性通常表明資產價格的共同風險來源。當資產類別的相關性提高時,若其他一切保持不變,投資組合的波幅會提高。每當發生這種情況時,風險和投資組合經理通常會減少槓桿和變現資產來應對。簡而言之,槓桿是資產類別之間相關性的函數——當相關性較低時,整體投資組合風險降低,並且有

機會將槓桿提高至目標。在經濟受壓時期,當相關性很高時,該槓桿不重要,因為整體投資組合風險不會受到相關效應的影響。

指數如何在不同的經濟階段中發揮作用?

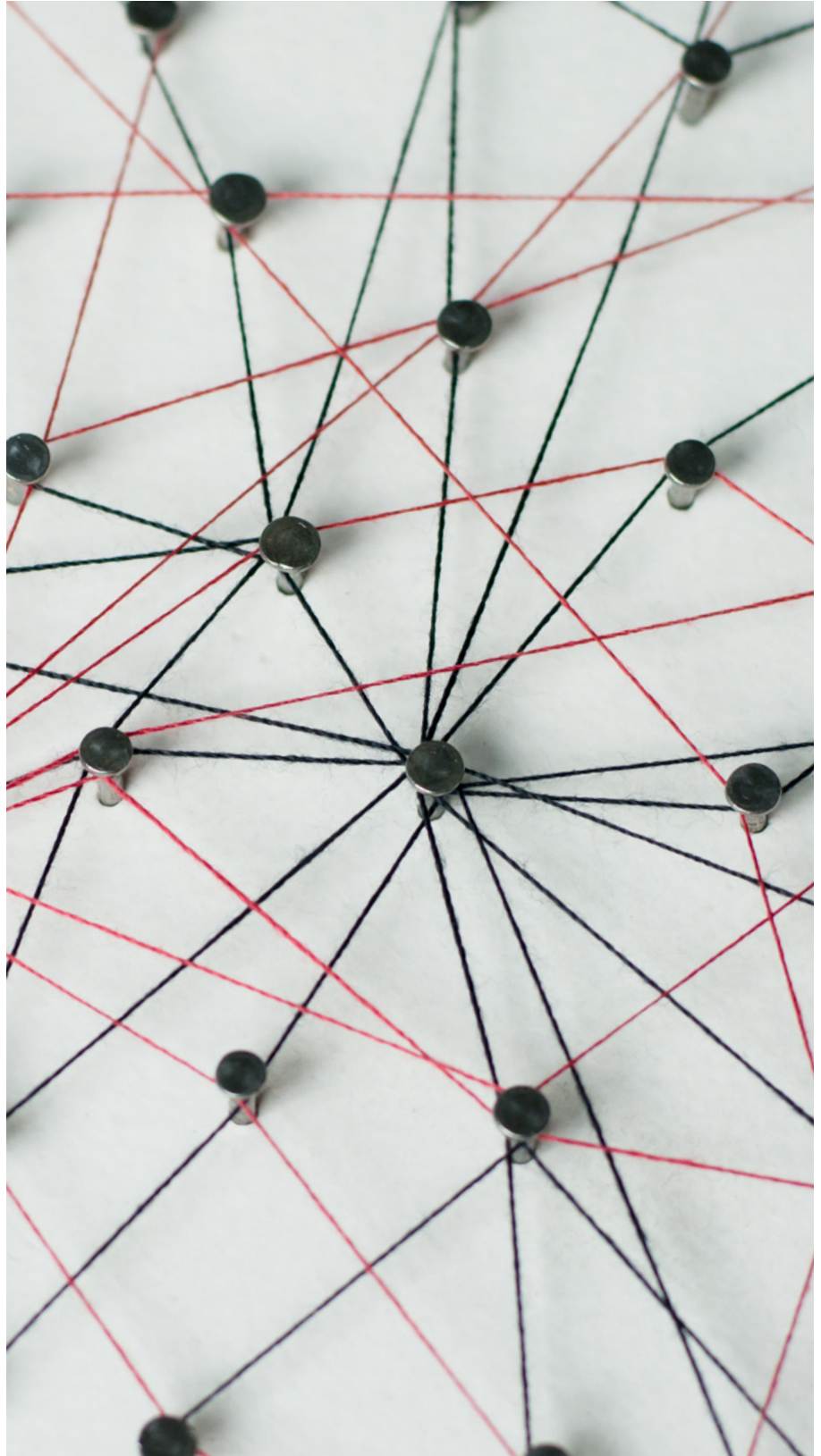
從歷史上看,標普風險平價指數較60/40投資組合的表現更為平穩且減少了長期回撤,但其並未在各種環境中均超越60/40投資組合。

當通脹上升時,風險平價策略受惠於大量配置一籃子商品,往往表現更優。從歷史上看,風險平價策略在股票熊市中表現更優,由於策略對國庫券和黃金等儲備資產(被視為避險安全資產)的配置比例更高。但在股票牛市中,股票在風險調整的基礎上往往是表現最佳的資產,因此鑑於股票配置比例較低,風險平價策略的表現將難以超越60/40投資組合。

為研究指數在不同類型商業週期中的表現，我們將美國商業週期分為四個階段——擴張、放緩、收縮和復甦，1圖2顯示標普風險平價指數在上述商業週期中的平均表現。我們可以看到，無論波幅目標如何，標普風險平價指數在放緩和收縮階段的表現明顯優於假設的60/40投資組合，而在擴張和復甦階段則表現欠佳。

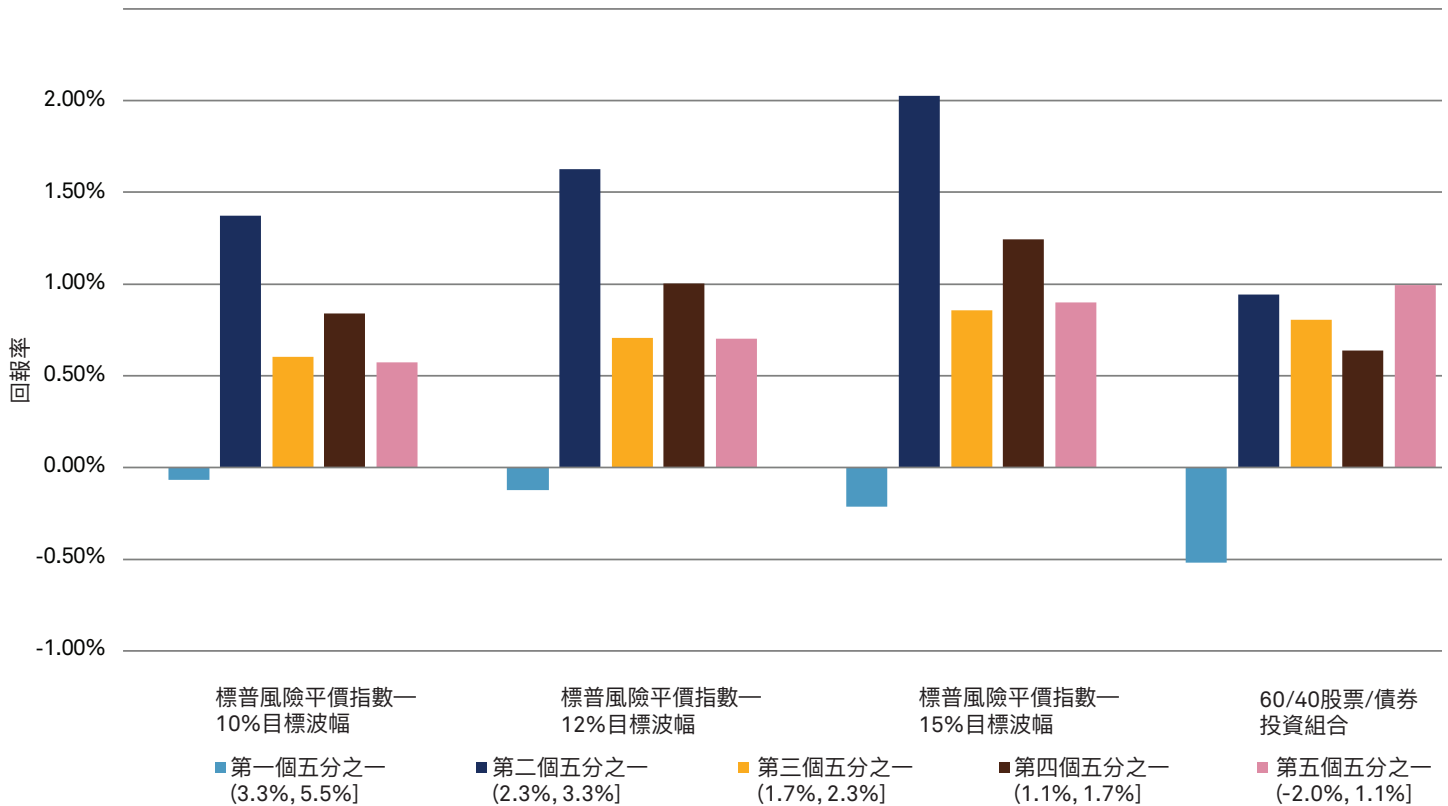
標普風險平價指數在收縮階段表現最佳，在復甦階段表現最差。在收縮階段，標普風險平價指數的每月表現顯著優於60/40投資組合1.85%至2.85%，具體取決於所研究期間的波幅目標。在復甦階段，指數每月表現落後5至46個基點。但從統計學角度來看，即使在0.1水平，表現差異亦不顯著。

同樣值得注意的是，自2003年底以來，在幾乎每次重大市場震盪事件中，標普風險平價指數的下跌幅度均低於傳統的60/40投資組合，尤其是在全球金融危機、2010年歐洲/希臘債務危機以及2011年美國債務評級下調期間。請注意，該等事件包括股票和債券市場震盪。在2008年和2014至2016年兩次石油危機期間，標普風險平價指數-10%目標波幅的下跌幅度均低於60/40投資組合。



1 有關我們如何構建該等階段的詳情，請參閱「標普風險平價指數簡介」。
<http://spindices.com/documents/education/education-introducing-the-sp-risk-parity-indices.pdf>

圖3: 標普風險平價指數與60/40投資組合在不同通脹期間的月均回報率



資料來源: 標普道瓊斯指數有限公司及美國勞工統計局。數據來自2003年12月31日至2018年5月31日期間。指數表現基於每月總回報 (以美元計)。過往表現不能保證未來結果。圖表僅供說明, 反映假設的過往表現。有關回溯測試表現的固有限制的詳情, 請參閱本文檔末的「表現披露」。

指數是否能幫助抵禦通脹?

風險平價策略的一個主要潛在好處是其提供的過往通脹對沖。為說明這一點, 我們對照傳統的60/40投資組合, 研究了指數月回報率與通脹率之間的關係²。圖3顯示在14年的測試期內, 目標波幅分別為10%、12%和15%的標普風險平價指數在高通脹月份(第一個五分之一)的月均表現分別優於60/40投資組合45個基點、39個基點、和31個基點。

指數在低通脹月份(第五個五分之一)的表現分別落後於60/40投資組合42個基點、29個基點和9個基點。

哪些資產類對回報的貢獻最多?

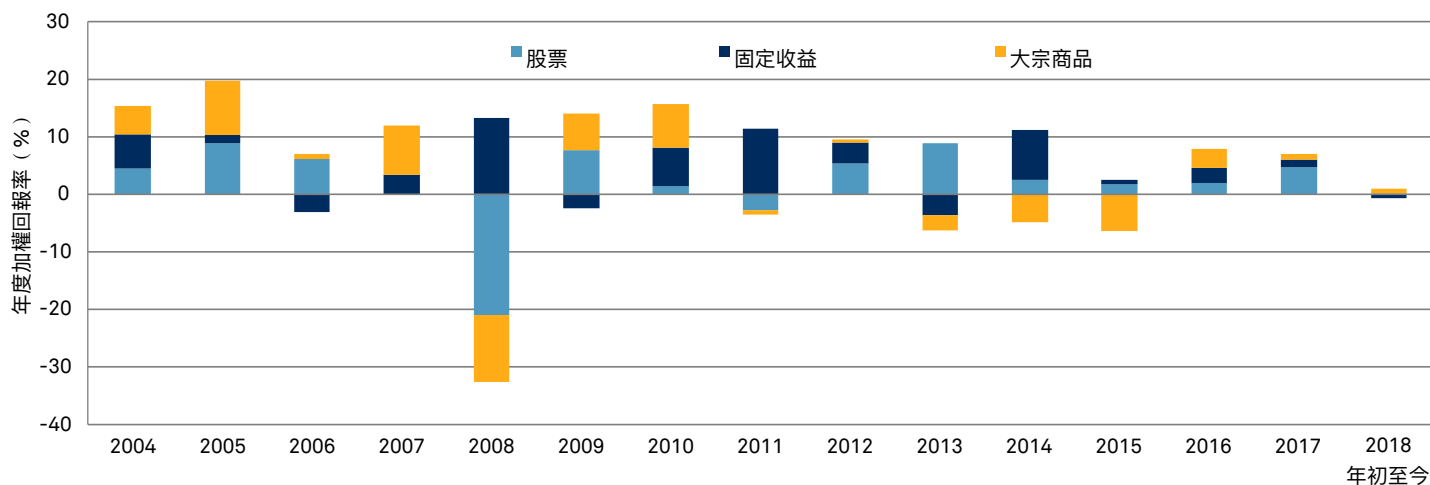
圖4顯示股票、固定收益和大宗商品資產類別對標普風險平價指數-10%目標波幅的過往年度回報。

不出所料, 固定收益在整個期間對整體投資組合的回報貢獻最高。由於風險平價策略往往增持低波動性資產, 我們預計其會在投資組合中產生更多回報。

由於個別資產類別的表現、資產類別之間的相關性以及整體投資組合表現的變化, 三個資產類別的回報歸屬每年各不相同。2008年, 股票和大宗商品經歷了市場回撤, 只有固定收益提供正回報。

² 通脹率根據美國消費物價指數 (所有城市消費物價指數) 的同比變化來衡量: 所有項目, 指數1982-1984=100, 每月, 按季調整, 資料來源: 美國勞工統計局)。從2003年1月至2018年5月期間的月通脹率按高低排列, 並分為五等分。該分析是從美國投資者的假設角度出發或在其投資組合承擔美國通脹風險的情況下進行。

圖4: 標普風險平價指數-10%目標波幅按資產類別劃分的年度加權回報率



年回報率(%)	股票	固定收益	大宗商品
平均值	2.01	3.28	1.15
中位值	2.47	2.62	0.93
最高值	8.91	13.29	9.47
最低值	-20.94	-3.64	-11.70
整個期間 (2004年1月至2018年5月)	1.97	3.39	1.10

資料來源: 標普道瓊斯指數有限公司。數據截至2018年5月31日。過往表現不能保證未來結果。圖表僅供說明, 反映假設的過往表現。有關回溯測試表現的固有限制的詳情, 請參閱本文檔末的「表現披露」。

整體投資組合出現虧損。2008年的回報歸屬清楚表明, 由於固定收益與股票和大宗商品回報的負相關性, 增加固定收益工具可帶來分散投資好處。

風險平價的核心是在不同時段和資產類別分散投資的重要性。標普風險平價指數系列使用透明、基於規則的方法來構建易於理解和複製的風險平價基準。

儘管風險平價策略並未在所有經濟環境中超越傳統的60/40投資組合, 但由於固有的風險分散, 可能提供更平穩的回報。受惠於大量配置一籃子大宗商品, 該等指數亦可能提供60/40投資組合所沒有的通脹對沖。

表現披露

標普風險平價指數的發布日為2018年7月11日。發布日前呈報的所有資料均為回溯測試。回溯測試的表現並非實際表現,而是假設表現(見下文)。回溯測試所根據的方法論與發布日生效的方法論相同。發布日指定首次考慮指數價值的日期,標普道瓊斯指數認為已向公眾發布該已知指數價值的日期,例如通過公司的公共網站或向外部人士發出的數據推送。

指數的過往表現(無論是實際或經過回溯測試)並非未來業績的保證。列示的表現並不一定與指數全部的過往表現相符。有關標普道瓊斯指數旗下任何指數的詳情(包括調整方法、調整時間、成分股增減準則以及所有的指數計算),請瀏覽www.spdji.com或www.spindices.com,參閱指數的方法論部分。

此外,不可能直接投資於指數。列示的指數回報並不代表可投資證券或其他資產的實際交易結果。標普道瓊斯指數負責維護指數,並計算指數水平及表現,但並不管理實際資產。指數回報並不反映所付的任何銷售費用,或投資者為購買或持有指數相關證券或旨在跟蹤指數表現的投資基金或產品時可能支付的費用。徵收這些費用及收費,會造成證券或投資基金/產品的實際和回溯測試表現遜於所示指數表現。

回溯測試回報。標普道瓊斯指數可透過將指數方法論應用於過往數據來顯示表現回報,在指數發布日之前產生期內「回溯測試」(假設)回報。回溯測試信息的局限性在於其反映指數方法論的應用,以及之後的指數成分選擇。任何理論方法皆無法考慮在指數實際操作期間可能作出的決策的影響;例如,與股票(或固定收益或商品)市場相關的眾多因素在編製回溯測試指數資料時通常不能,也從未被納入考慮。

一般免責聲明

版權所有©2019年標普道瓊斯指數有限公司。保留所有權利。未經書面許可,禁止全部或部分轉發、複製及/或影印有關內容。標普(Standard & Poor's®)及標普(S&P®)是Standard & Poor's Financial Services LLC(「標普」,標普全球的附屬公司)的註冊商標。道瓊斯(Dow Jones®)是道瓊斯商標控股有限責任公司(Dow Jones Trademark Holdings LLC,簡稱「道瓊斯」)的註冊商標。該等商標已予標普道瓊斯指數有限責任公司使用。標普道瓊斯指數有限公司、道瓊斯、標普及各自的聯屬公司(統稱「標普道瓊斯指數」)均無就其聲稱任何指數準確跟蹤資產類別或市場板塊之能力作出任何陳述或保證(明示或暗示),且不會就任何指數或其中數據的任何錯誤、遺漏及中斷負上任何責任。指數的過往表現並不代表未來業績。本文件並不構成任何服務要約。標普道瓊斯指數公司提供的信息均為通用信息,並非專為滿足任何人士、實體或群體的需求而設。標普道瓊斯指數公司會就向第三方發出指數牌照收取報酬。對指數所代表的資產類別的投資乃通過第三方所提供基於該指數的可投資金融工具進行。標普道瓊斯指數公司並無發起、認可、銷售、推廣或管理基於任何指數的表現提供投資回報的任何投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數公司並非投資顧問,標普道瓊斯指數不對投資任何此類投資基金或其他投資工具是否適當作出任何陳述。有關投資組合內任何免稅證券的影響及作出任何相關投資決定的稅務後果評估,請諮詢稅務顧問的意見。