
 国信智库·博士后丛书



E FLUCTUATIONS
E CONOMIC AND ASSET ALLOCATION

经济波动与资产配置

陈超◎著

 中国金融出版社

国信智库·博士后丛书

经济波动与资产配置

陈超 著

 中国金融出版社

责任编辑：石 坚
责任校对：刘 明
责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

经济波动与资产配置 (Jingji Bodong yu Zichan Peizhi) / 陈超著. — 北京: 中国金融出版社, 2016. 5
(国信智库·博士后丛书)
ISBN 978 - 7 - 5049 - 8250 - 6

I. ①经… II. ①陈… III. ①经济波动—关系—资产管理—研究
IV. ①F037. 1②F830. 593

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 288360 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 17

字数 252 千

版次 2016 年 5 月第 1 版

印次 2016 年 5 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8250 - 6/F. 7810

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

“国信智库·博士后丛书”序

“国信智库·博士后丛书”是由国家信息中心博士后科研工作站组织出版的博士后研究成果。国家信息中心是国家发展和改革委员会直接领导下的，以开发信息资源、服务科学决策为使命的，集信息技术、研究、管理于一体的机构，是直接服务国家重大战略研究与制定的重要智库。国家信息中心博士后科研工作站是原国家人事部于2003年正式批准设立，理论经济学、应用经济学、管理科学与工程、社会学、网络空间安全、战略学和心理学七个学科具有单独招收博士后研究人员的资格。目前博士后指导教师30多人，为博士后开展跨学科、跨领域的重大问题研究提供了全方位的指导。

博士后工作站一直秉持“明确目标，突出特色，紧密围绕经济社会发展前沿问题”的建站思路，致力于经济建设和信息化发展领域的理论和应用研究、政府决策咨询的高层次人才培养，形成了有特色的博士后培养模式。建站以来，在国家人社部和全国博士后管委会的领导下，在国家发展改革委人事司和各位博士后导师的指导支持下，累计招收博士后研究人员近70人，在国家经济建设和信息化发展中发挥了日益重要的作用。

博士后在站期间直接参与重大课题和决策咨询研究，形成了一系列有价值的研究成果。建站以来，除了每位博士后出站报告外，博士后站还承担国家重大科技专项、社会科学基金、自然科学基金、部委委托研究项目等。博士后通过实地调研撰写的研究报告，多篇获得中央和国务院有关部门的肯定。

为促进博士后研究成果的转化应用，发挥研究成果的社会效应，现集中整理本站博士后的优秀研究成果，编辑出版“国信智库·博士后丛书”。我们提倡创新、严谨、原创性研究，收录的研究作品均为博士后研究人员的研究报告或阶段性研究成果。我们热切期待，社会各界特别是政策制定人士和学术界的朋友，能够关心支持“丛书”并不吝赐教，使我们的工作不断完善。

序

宏观经济波动和资产配置的内在逻辑是资本市场关注的重要主题。陈超博士所著《经济波动与资产配置》试图从经济波动入手，建立分析资产配置的一般分析框架，为中国资产管理行业的投资者提供清晰完整和逻辑严密的思维模式和研究视角。

众所周知，机构投资者最为重要的特点之一就是“配置驱动投资”。资产配置是投资决策中的重要一环。资产配置的前提是对各类资产的收益、风险特征以及相关性有较为精准的预测。

各类资产的收益风险特征和宏观经济的联系密不可分。最早对这一问题的探索来自美林证券提出的“投资时钟”。许多中国投资者都试图利用这一分析框架来验证各类资产的风险收益变化规律。遗憾的是，“美林投资时钟”并非放之四海而皆准的规律。究其原因，这一框架有两大挑战：一是需要准确把握宏观经济的波动性特征，特别是周期性波动的内在规律；二是需要建立从宏观经济到各类资产风险收益特征变化的内在逻辑联系，并通过实证验证其有效性。这两点无疑是掣肘资产配置科学决策的关键点。

在当前宏观经济金融背景下，经济“新常态”给资产配置带来的新挑战，同样值得我们深入探究。

首先，如何看待世界经济和中国经济的内在联系？应当说，在2001年中国加入世界贸易组织以后，中国进一步融入到世界经济的大系统中，欧美经济波动日益影响中国的进出口、资金流入流出以及汇率波动。2008年国际金融危机以后，全球正在经历去杠杆、再平衡的漫长过程。在美国完成居民、企业和银行的去杠杆之后，美联储也逐步退出量化宽松政策，在这一大背景下，中国该如何应对人民币贬值压力和资本外逃压力，如何应对出口持续下滑的影响，人民币资产又将何去何从？

其次，尽管中国即将步入中等收入国家，但却面临人口老龄化、城乡二元结构临近“刘易斯拐点”、人口红利渐行渐远、长期的经济增长趋势性下行等问题。劳动力作为生产函数中的重要自变量，从供给角度势必影响经济增速。从需求角度看，居民部门的储蓄行为、投资行为、需求行为也都会随之改变。这些改变将如何影响各类资产的风险收益特征？

聚焦当下经济形势，中国经济似乎仍难摆脱“大起大落”的历史宿命。回眸2007年的中国经济，那时正处于经济高速增长、通胀持续攀升的繁荣转向过热的阶段，随着2008年国际金融危机的爆发，经济形势急转直下，直至今日，长期经济下行与短期经济衰退的叠加效应使经济持续缓步下滑。资本市场也一如经济波动震荡起伏。我们该如何解释在不同经济增长水平、信贷政策以及通胀水平下各类资产的内在轮动特点呢？

陈超博士的著作《经济波动与资产配置》从长期经济增长视角和库存周期视角，建立与各类资产收益风险特征和轮动特征的内在联系，提出长期资产配置、战略资产配置和战术资产配置的逻辑框架。特别是作者提出的“流动性—增长—通胀”三指标体系周期轮动规律，在极大程度上解释了宏观经济为什么不总是和资本市场走势具有一致性，也让投资者从崭新的逻辑分析体系来理解2009年以来的资本市场走势。作为资产管理行业的实践者，作者还试图将宏观经济走势与资本市场预测相结合，创造性地提出资产配置记分卡模型，试图透过纷繁复杂的宏观经济预测资本市场的走势，把握资本配置的内在规律，更好地服务于资产配置的科

决策。

陈超博士曾在资产管理的一线长期从事资产配置工作，具有宽广的宏观经济视野，积累了丰富的实战经验。本书的逻辑体系是他在投资管理实践中不断积累形成的，并付诸指导其资产配置的实际操作，取得了可喜的业绩。本书是迄今为止我所见到的关于资产配置研究的一部力作，它将给我们带来独特的分析视角，因此我真诚地将此书推荐给大家。

A handwritten signature in black ink, appearing to read '陈超' (Chen Chao), written in a cursive style.

2016年3月30日

摘要

增长和波动是宏观经济学的两大主题。宏观经济，从长期看表现为经济增长，从短期看存在着经济波动。经济周期波动是经济波动的最主要表现形式，是经济运行的普遍现象。伴随着宏观经济的波动，企业盈利水平与投资者风险偏好都随之变动，进而对各类资产的投资收益、风险水平以及相关性都产生影响。本书重点深入研究经济波动与资产配置的内在逻辑，力求探究经济波动与资产配置的一般规律。

本书第2章分析了资产配置的理论基础，构建了资产配置的基本框架，从资产的定义、分类入手，结合资产配置的有理论，提出了机构投资者的资产配置框架应以收益为目标，风险承受水平为约束边界，根据不同资产的收益和风险特征、相关性，构建有效边界的投资组合。

本书第3章主要研究资产配置与经济转型，通过建立以人口要素为核心变量的经济转型宏观逻辑，并从这一要素的变化对经济供给和需求端的影响探讨经济转型对于长期资产配置的影响。本章比较了处于刘易斯拐点的日本和韩国的经济转型情况，提出需求升级带来的结构转型与个性化消费，将是未来的主导方向。

本书第4章主要研究了大类资产配置的经济周期筛选标准，归纳出大类资产配置所依托的经济周期需符合三个标准：一是周期的趋势能够被准确观察。二是周期的拐点能够被快速和较大概率地确认。三是周期各阶段的变化要能较好地反映在各种大类资产的价格变动。根据筛选标准，本书提出技术周期、房地产长周期、产能周期难以适用于大类资产配置，房地产的短波周期与库存周期的波动一致性较强。

本书第5章对库存周期与大类资产配置的内在联系进行分析。首先提出了库存变动与宏观经济的内在联系，提出对库存周期的各阶段进行有效观测的方法，并构建了按政策相机抉择的原则，以流动性指标变化为线索，以库存指标趋势为依据确认库存周期拐点的方法论体系，还对库存周期进行了划分，给出相应大类资产配置策略。最后，根据“流动性三周期嵌套模型”各阶段各资产表现，运用量化分析检验股票市场与三周期之间的联系。

本书第6章主要运用情景分析和动态估计的方法，分析在不同的经济周期情景下，不同类型资产的风险收益特征、资产相关性，在比较CAPM、APT等估计收益率模型和GARCH模型估计相关性基础上，对Black-Litterman模型和马科维茨模型的资产配置优化进行了比较。

本书第7章构建了经济波动与战术资产配置的分析框架，本章运用描述性统计、时差相关法、择时策略等方法，尝试把战术资产配置的五个因素，即基本面、政策面、资金面、估值面和技术面因素定量化，在41个备选指标基础上，筛选出16个有效指标，建立了资产配置记分卡模型。

本书第8章进一步分析了经济波动与固定收益类属资产配置的关系。首先，根据固定收益类属资产风险特征，分为利率资产、信用资产、可转债资产，然后对影响三类资产的主要因素进行了分析和数量化论证。

关键词：经济波动 资产配置 经济转型 库存周期

Abstract

Growth and fluctuation are two main topics of macro – economics. As for macro – economy, in the long run, its trend is economic growth, but in short term, it exists economic fluctuation. The main form of economic fluctuation is economic cycle fluctuation, which is a common phenomenon in economic operation. Along with macro – economic fluctuation, the earnings of companies and the risk appetite of investors both will change and then influence the risk and return profiles and correlations for all asset classes. This article mainly studies the intrinsic logics of economic fluctuation and asset allocation and strives to discuss the common principle of economic fluctuation and asset allocation.

The chapter two mainly analyses the theoretical basis of asset allocation and creates the basic frame of asset allocation. By the way of analyzing the asset's definition and classification and combining the relevant theory of asset allocation. This chapter proposed that the frame of asset allocation should see yield as the target and risk exposure as constrained boundary, and then establish efficient frontier portfolio according to different assets' return and risk characters

and correlations.

The chapter three mainly studies asset allocation and economic transition. It establishes a macro logic of economic transition with population element as key variable, and then discuss the impact of economic transition on long – term asset allocation through analyzing the impact of demographic change on economic supply and demand. The chapter compares the economic transition situations of Japan and Korea when they are in the period of Lewis Turning Point respectively, and then proposes that structural transition by demand upgrading and personalized consumption are two leading drivers in the future.

The chapter four mainly discusses the criteria of selecting the economic cycles to formulate asset allocation, and then concludes that the economic cycle fit to asset allocation should meet three criteria. Firstly, the trend of the cycle must be available to be observed accurately. Secondly, to a large extent, the turning point of the economic cycle can be verified. Thirdly, the change of economic cycles should be reflected in the price change of asset classes. According to the selection criteria, this article holds that technology cycle, real estate cycle and production capacity cycle are all not applicable, but there exists strong consistency of real estate short cycle fluctuation and inventory cycle fluctuation.

The chapter five analyzes the intrinsic linkage of inventory cycle and asset allocation. Firstly, it discusses the intrinsic linkage of inventory change and macro economy, and then proposes the method of efficiently overseeing every stage of inventory cycle. Secondly, it establishes a methodological framework of confirming inventory cycle turning point, whose principle is discretionary by policy and whose clue is liquidity indicator and whose basis is inventory indicator. Then, this chapter divides the inventory cycle and gives out asset allocation strategy. At last, according to the three cycles model and the performance of each asset class at each stage, this chapter use quantitative analysis to test the relationship of stock market and three cycles.

The chapter six mainly uses the method of scenario analysis and dynamic estimation to analyze the return – risk characters and asset correlation of different asset classes in different economic cycle. On the basis of comparison of CAPM and APT which estimate the return and GARCH model which estimates correlation, this chapter compares the Black – Litterman model and Makowitz mean – variance model in asset allocation optimization.

The chapter seven establishes the analytic frame of economic fluctuation and tactical asset allocation. This chapter uses the method of descriptive statistics, time difference related analysis method and time – selection strategy to try to quantify the five factors of tactical asset allocation, which contain fundamental factor, policy factor, liquidity factor, valuation factor and sentiment factor. Finally, the chapter chooses 16 efficient indicators from 41 indicators to establish the asset allocation score card model.

The chapter eight further analyzes the relationship between economic fluctuation and fixed income asset allocation. At first, the chapter divides fixed income into interest asset, credit asset and convertible bond, and then, analyzes the main factor to influence the three kinds of asset and take some numeric argument.

Key words: Economic fluctuation Asset allocation Economic transition
Inventory cycle

目 录

1 引言

- 1.1 主要概念界定 3
- 1.2 研究意义及国内外研究现状 3
- 1.3 本书研究内容 7
- 1.4 主要技术路线 10
- 1.5 价值与创新之处 10

2 资产配置的理论基础

- 2.1 资产配置概述 13
- 2.2 资产配置的理论基础 17

3 经济转型与战略资产配置

- 3.1 经济转型的长期宏观逻辑——以人口要素分析为核心 33
- 3.2 从人口要素供给角度谈对经济结构变迁和长期资产配置的影响 36
- 3.3 从人口要素需求角度谈对经济结构变迁和长期资产配置的影响 62

4 大类资产配置的经济周期筛选标准

- 4.1 大类资产配置的经济周期筛选标准 75
- 4.2 技术周期难以适用于大类资产配置 76
- 4.3 房地产长周期难以适用于大类资产配置 79
- 4.4 产能周期难以适用于大类资产配置 89

5 库存周期与大类资产配置

- 5.1 库存周期的运行规律及观测方法 101
- 5.2 库存周期的驱动因素 109
- 5.3 库存周期阶段划分与大类资产配置的映射关系 130

6 经济波动与战略资产配置

- 6.1 战略资产配置的基本概念及理论基础 147
- 6.2 战略资产配置分析框架 148

7 经济波动与战术资产配置

- 7.1 战术资产配置的概念 181
- 7.2 战术资产配置的分析框架 182

8 经济波动与固定收益类属资产配置

8.1 利率产品配置策略 214

8.2 信用产品配置策略 222

8.3 可转债配置策略 229

8.4 数量化论证 237

参考文献 242

致 谢 249

1
引 言