

一、加入港股

对于是否加入恒生 ETF，本文对平价多空策略进行了回测。策略时间从 2014 年 6 月 1 日到 2017 年 6 月 9 日，总资产 1000 万，用风险平价模型分配资金，统一用 LLT 择时，其中港股只在发出做多信号时入场做多，其他情况下保持空仓不进场。为了方便比较，参数统一为当前实盘平价多空策略所使用的参数。

经过对数据的整理，我发现三年来恒生 ETF 价格的波动率要低于其他资产，这能在一定程度上解释下面的资产配置比例。

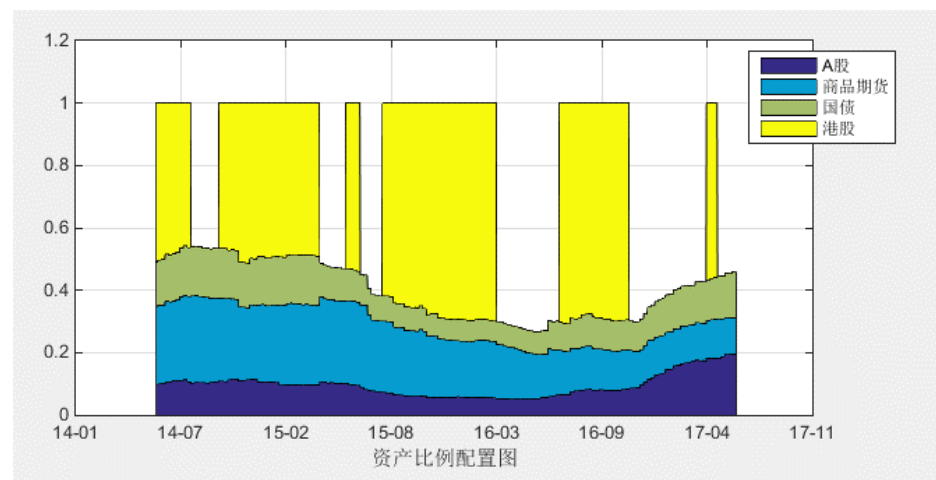
A股	商品	国债	恒生ETF
0.28	0.16	0.23	0.05

我们测试了三种方案，一种是加入港股并设置权重上限为 30%，另一种是加入港股不限制权重，最后一种方案不加入港股保持当前三种资产。

	加港股权重上限30%	加入港股不限制权重	不加入港股
本周盈亏	-105,385	-71,645	-51,380
本周收益率	-1.05%	-0.72%	-0.51%
累计盈亏	3,475,127	1,864,702	1,767,938
收益率	34.75%	18.65%	17.68%
最大回撤	-7.93%	-6.21%	-5.67%
年化收益率	10.18%	5.84%	5.56%
年化波动率	0.07	0.05	0.05
年化夏普率	1.40	1.10	1.11

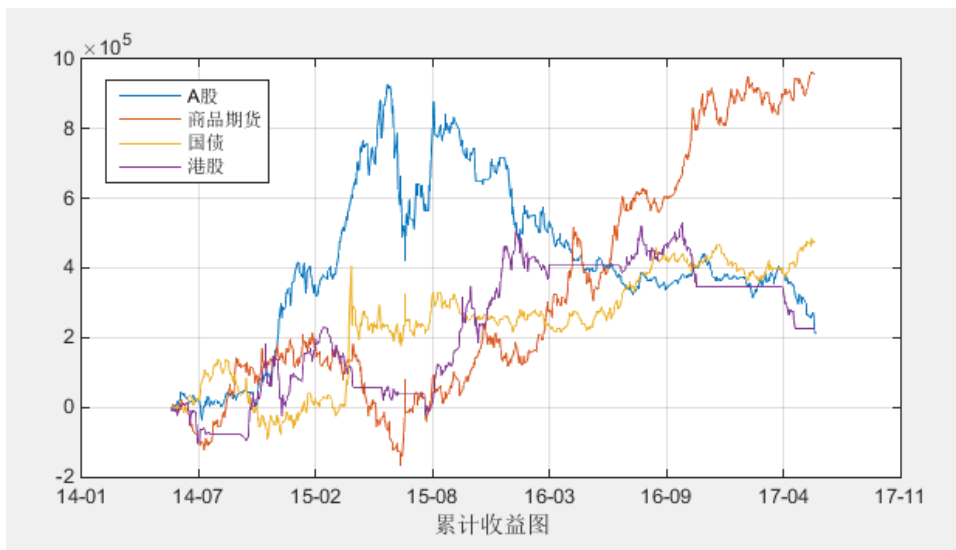
可以看到，加入港股不限制权重与不加入港股的表现类似，提升不大。

加入港股不限制权重的情况下，资产配置比例如图：



本文中，港股不开仓时，资金不再分配到其他三种资产上。进入 17 年后，由于 LLT 看多时间不长，策略买入港股的时间并不多。

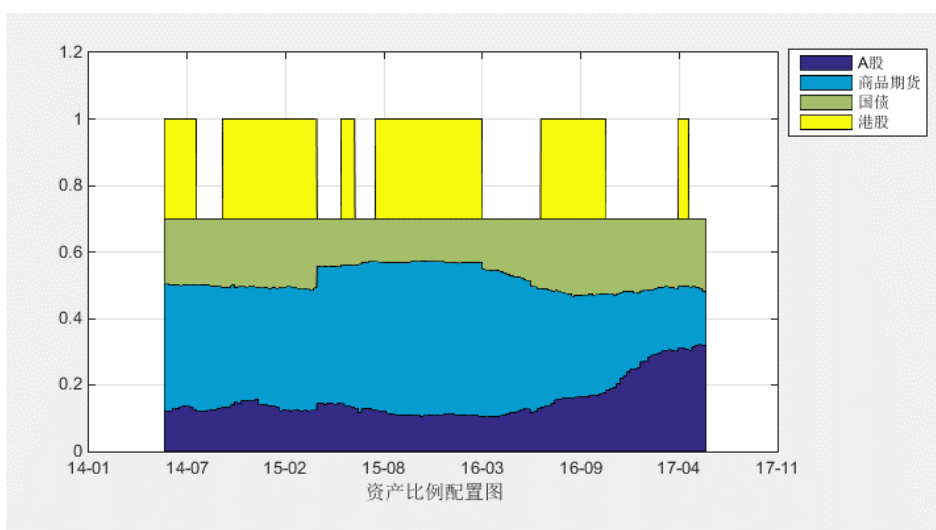
下图是策略各资产累计收益曲线，可以看到 17 年后 LLT 在港股上表现一般。

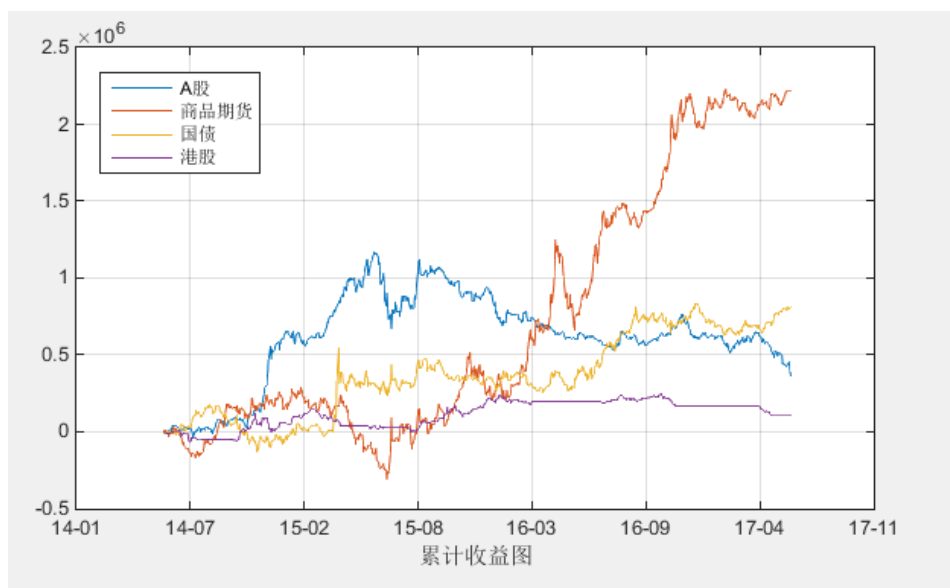


在这种情况下，就可以解释，为何限制了港股权重上限到 30%后，夏普率为何更高了。限制港股权重让策略既享受到了 LLT 在 15 年港股上的收益，又减弱了 17 年 LLT 在港股上的损失。

为了避免一种资产配置过多，本文在之后的回测中，设定港股权重的上限为 30%。

加入港股并设置权重上限的图表如下：





可以看到港股权重受到限制后，17 年的亏损影响较小了。

二、改变多空信号下的行为

由恒生 ETF 只在发出做多信号后入场得到启发，最近策略在股市上坚持做空亏损不小，如果我们让策略在 A 股上有相同的行为，只在发出做多信号后入场呢？其他资产也这样做的话，表现会有何不同呢？

下面我们进行了一系列回测，除了只在做多时入场的品种，其他资产的择时都按照 LLT 给出的方向进行交易。

只在做多入场的品种	港股	A股、港股	A股、期货、港股	A股、期货、港股、国债
本周盈亏	-71,645	-24,688	-12,320	-12,320
本周收益率	-0.72%	-0.25%	-0.12%	-0.12%
累计盈亏	1,864,702	3,750,768	2,906,057	2,898,923
收益率	18.65%	37.51%	29.06%	28.99%
最大回撤	-6.21%	-7.89%	-6.37%	-6.97%
年化收益率	5.84%	10.88%	8.71%	8.69%
年化波动率	0.05	0.07	0.06	0.06
年化夏普率	1.10	1.59	1.42	1.43

可以看出，若策略在 A 股和港股一样，只在做多时入场，能获得更好的表现，虽然策略的回撤和波动率稍微增加，但是策略在年化收益和累计收益上得到的更多。

至于期货和国债，这样的行为并不能带来更多的收益。

三、保持配置资产做多

传统的风险平价模型考虑的在各个资产上做多，如果我们在各个资产上保持做多，会又怎么样的不同呢？

若策略时间依然是从 2014 年 6 月 1 日到 2017 年 6 月 9 日，保持做多加入港股后的四种资产。可以看出策略表现一般。

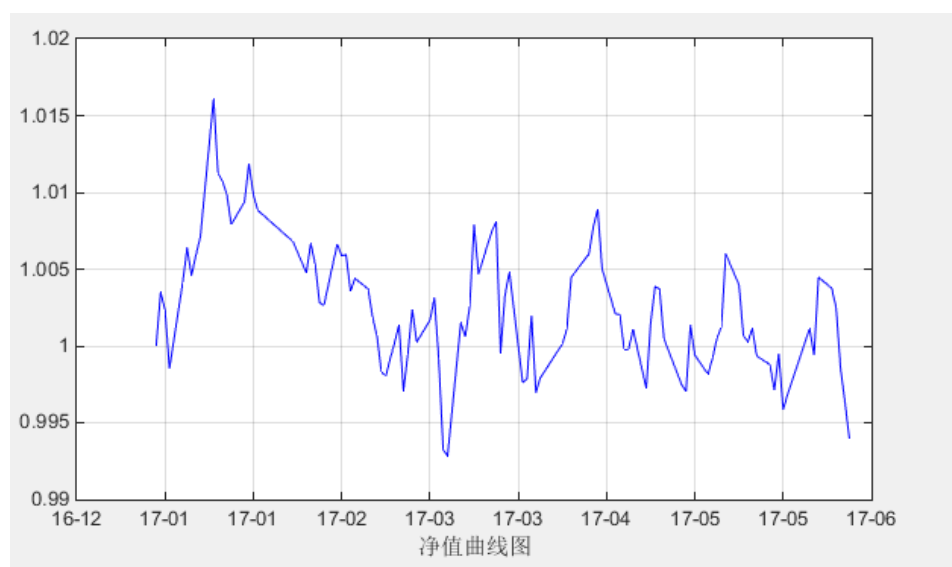
	一直做多	按LLT配置
本周盈亏	73,911	-71,645
本周收益率	0.74%	-0.72%
累计盈亏	2,457,444	1,864,702
收益率	24.57%	18.65%
最大回撤	-14.76%	-6.21%
年化收益率	7.50%	5.84%
年化波动率	0.09	0.05
年化夏普率	0.84	1.10

另一种观点是，没有能一直赚钱的策略，每种策略有适合它的行情。2017 年以来我们提的最多的词语之一就是震荡行情，我们只看 2017 年以来的表现又会如何呢？

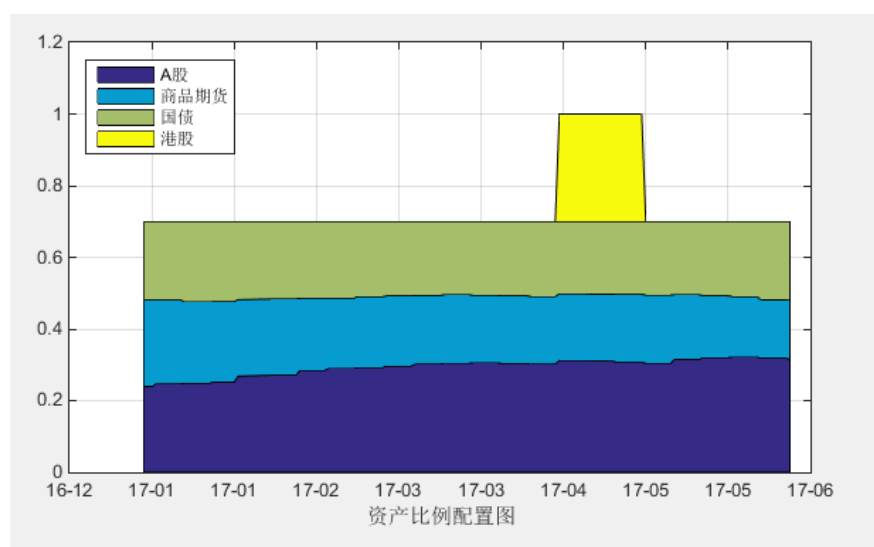
我们发现情况倒过来了，不做择时、只做多的配置战胜了加入择时的配置，这可能源于震荡行情的反复无常。

	一直做多	按LLT配置
本周盈亏	73,911	-105,385
本周收益率	0.74%	-1.05%
累计盈亏	300,562	-60,684
收益率	3.01%	-0.61%
最大回撤	-3.95%	-2.32%
年化收益率	7.18%	-1.47%
年化波动率	0.06	0.05
年化夏普率	1.16	-0.31

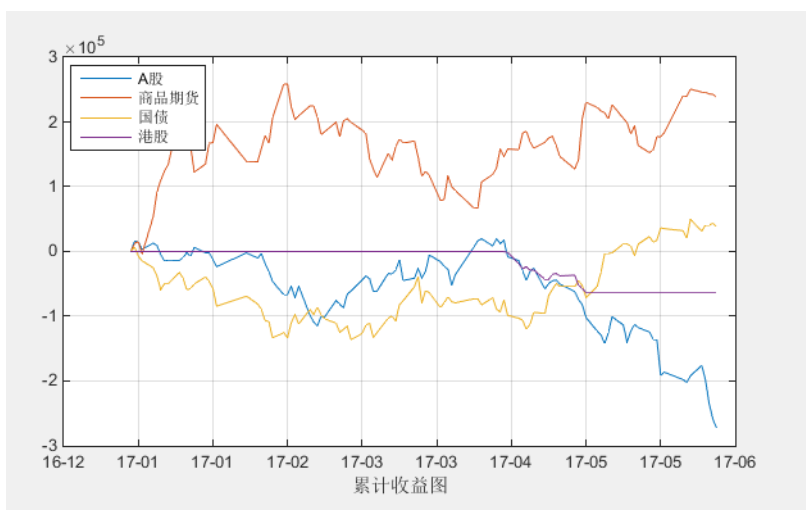
如果都用 LLT 择时，策略净值如图：



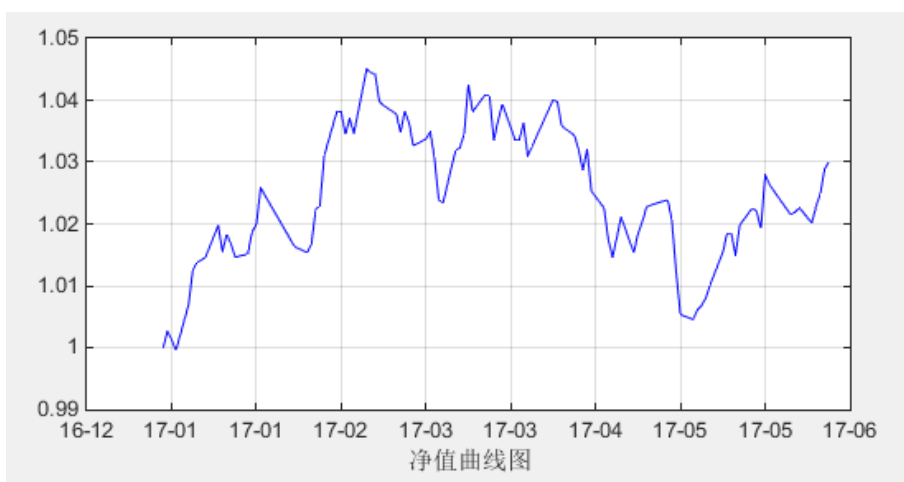
配置图如下，港股依然只在发出做多信号时入场：



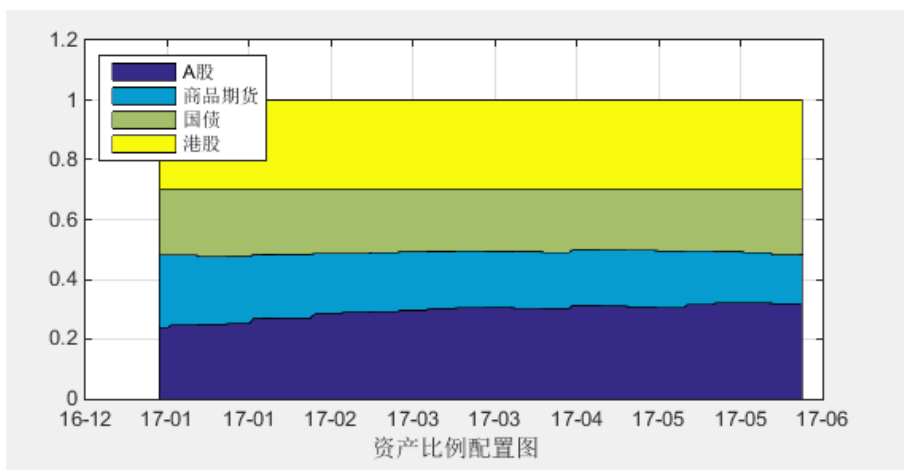
各资产表现如图：



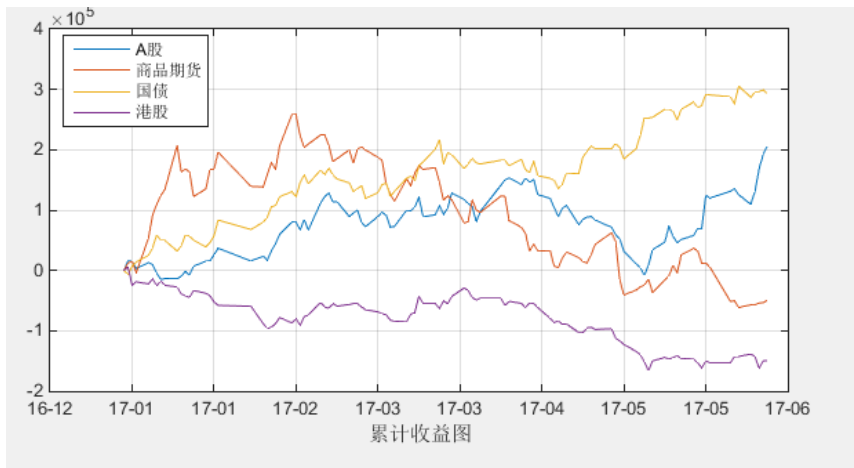
与此同时，若对四种资产一直做多，净值曲线表现如下：



配置比例如下：



各资产表现与各资产价格曲线走势类似：



在加入了港股的情况下，做多配置会比 LLT 择时在港股上承受更多的亏损，然而表现依然优于 LLT 择时。可见即便是只有 A 股、期货、国债的情况下，做多配置比 LLT 更优。

四、总结

市场遇到委外资金退出，去杠杆，进入了一个特殊的时期，很多策略不再有以前那样有效了，只看 2017 年以来的行情，一直做多是比较加入 LLT 择时更优的，这种配置最怕的是所有资产下跌的行情，而昨天严总分享的《徐小庆：金融去杠杆下的大类资产配置》一文中，提到了“当所有资产发生齐跌时，未必是一件坏事，这意味着流动性冲击已经进入尾声，而不是开始”。

在 LLT 择时的风险平价模型中，加入港股没有明显改良策略，但它可以提供资产的多样性。