

# 拯救投资组合：地域分散化配置

——目前地域集中配置仍处于主流地位

来源：桥水

日期：2019.02

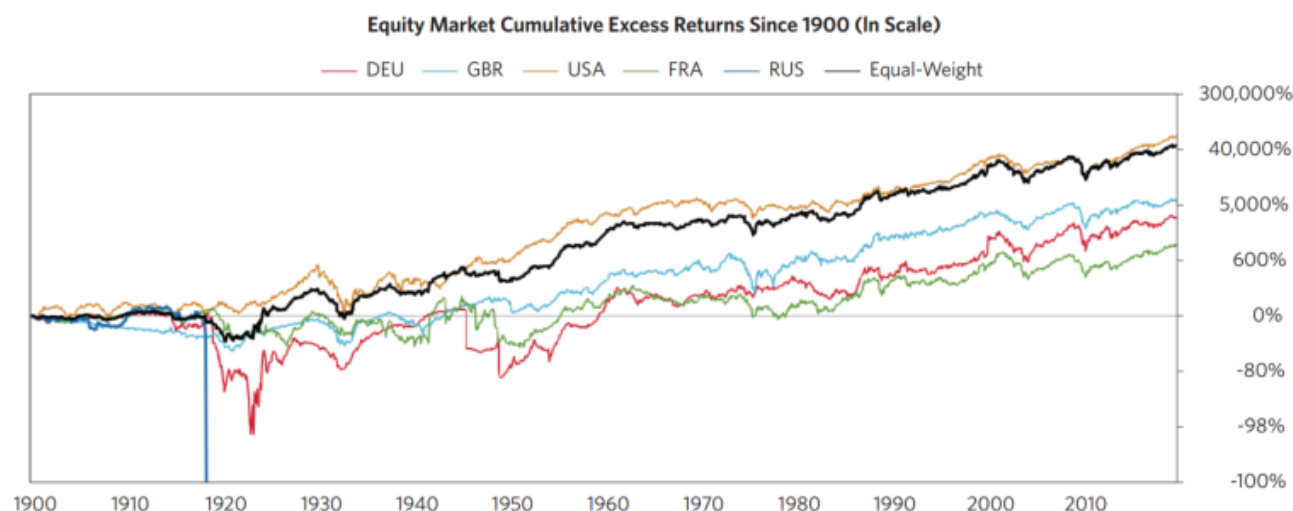
翻译：戴国晨

我们认为，获取稳定投资收益并保护财富的最佳方式是建立一个弹性尽可能大的投资组合，以此应对全球发展中的各类可能性。这里我们回溯历史，针对不同时期和不同国家的投资组合进行压力测试，可以给投资者提供一些经验以外的风险点作为参考。

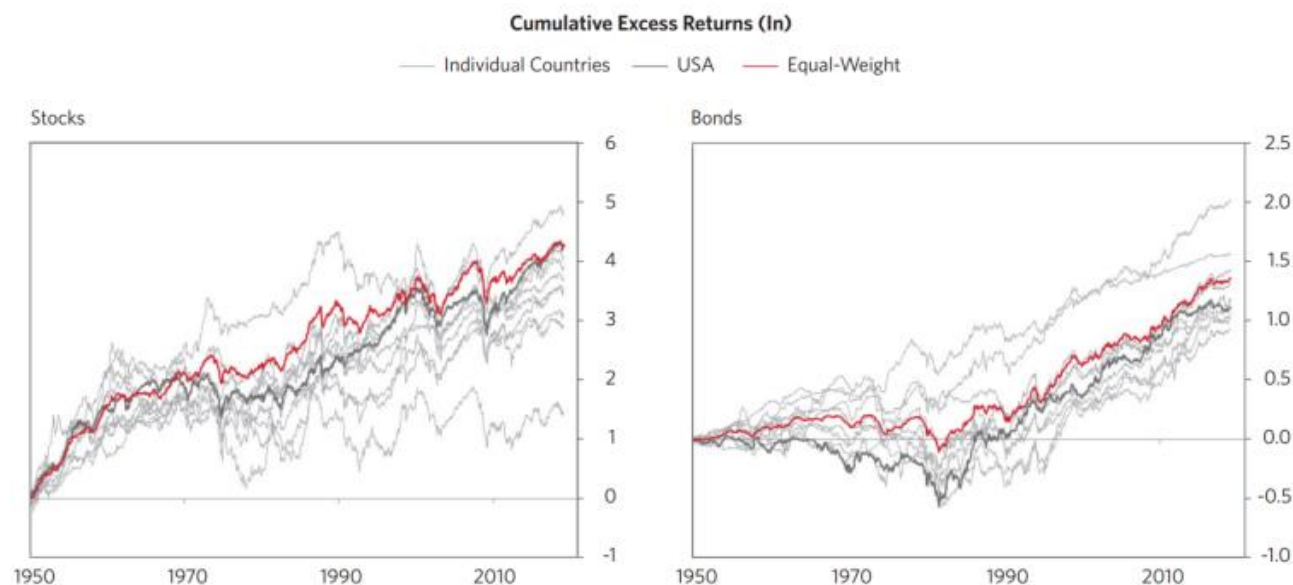
投资中的一个常见风险在于地域集中化。在过去的一百年中，有很多投资者因为地缘政治巨变，债务危机，货币改革或泡沫破裂损失了全部财富，而其他国家的市场却在同一时期保持了稳定。哪怕没有上述极端情况，在任意一个时期内，不同国家中表现最好和最差的市场也存在巨大差异。没有一个国家能长期持续跑赢整体，因为持续的超额收益会导致市场相对高估，并引起后续的价格回归。而地域分散化的投资组合则可以提供更稳定的收益流，获得和最佳市场相近的回报，且不需要对表现最佳的国家进行预测。因此地域分散化对于投资者的资产配置来说利远大于弊。

地域分散化配置在未来几十年中的重要性很可能会大幅提升，远超投资者过去的经验所示。在过去的经验中，由于美国主导地缘政治的稳定格局，随着全球化和资本自由流动，各个国家的经济和市场日益紧密结合。未来中国作为独立经济体和金融中心的地位会不断提升，而且因为中国拥有独立的货币政策和信贷系统，能为全球贡献很好的分散化作用，使各类资产的相关性降低，减少单极化趋势。同时不同国家间的矛盾冲突也加大了市场差异化表现的可能。由于近十年来各类资产的回报率高企，投资者对地域分散化的重视程度不足，未来资产潜在的低回报率会让分散化配置和有效承担风险显得愈加重要。

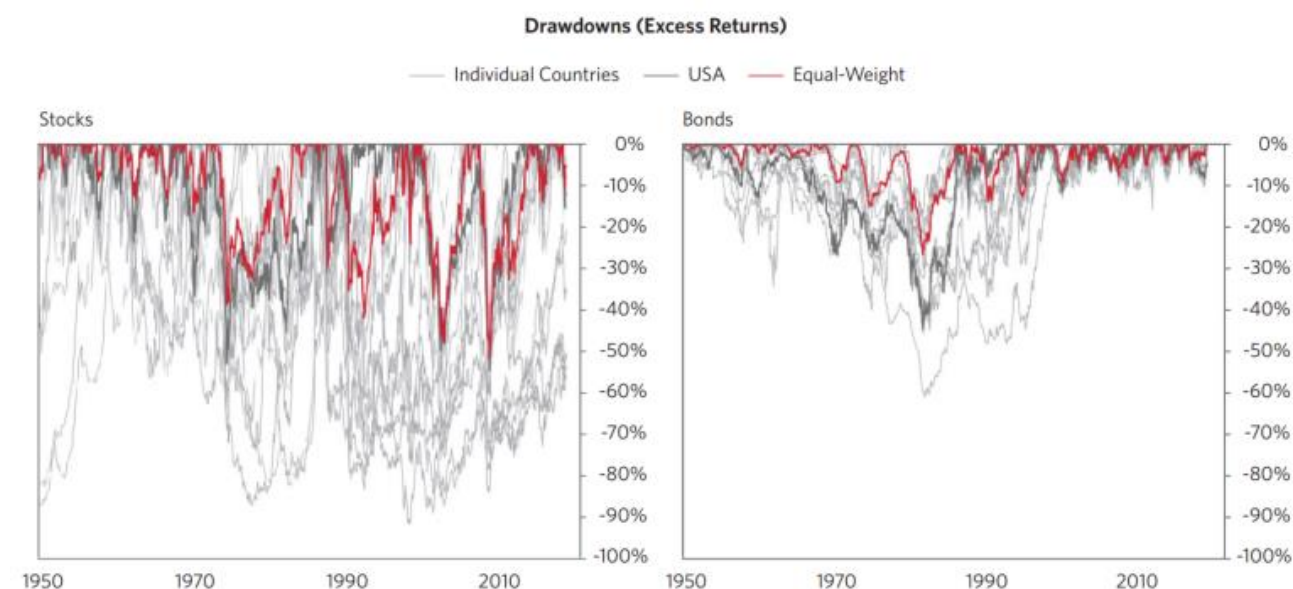
为了阐释地域分散化的优势，我们可以对比各个国家市场和不同国家间等权配置组合的收益率特征，这里的等权配置组合每年进行一次调仓。下图中我们选取了长达 100 年的有效数据，显示了自 1900 年以来各国权益类市场相对于现金的累计超额回报率。投资者如果在 20 世纪早期集中投资了俄国或者德国会血本无归，而五国的等权配置几乎和表现最佳的美国市场回报类似。



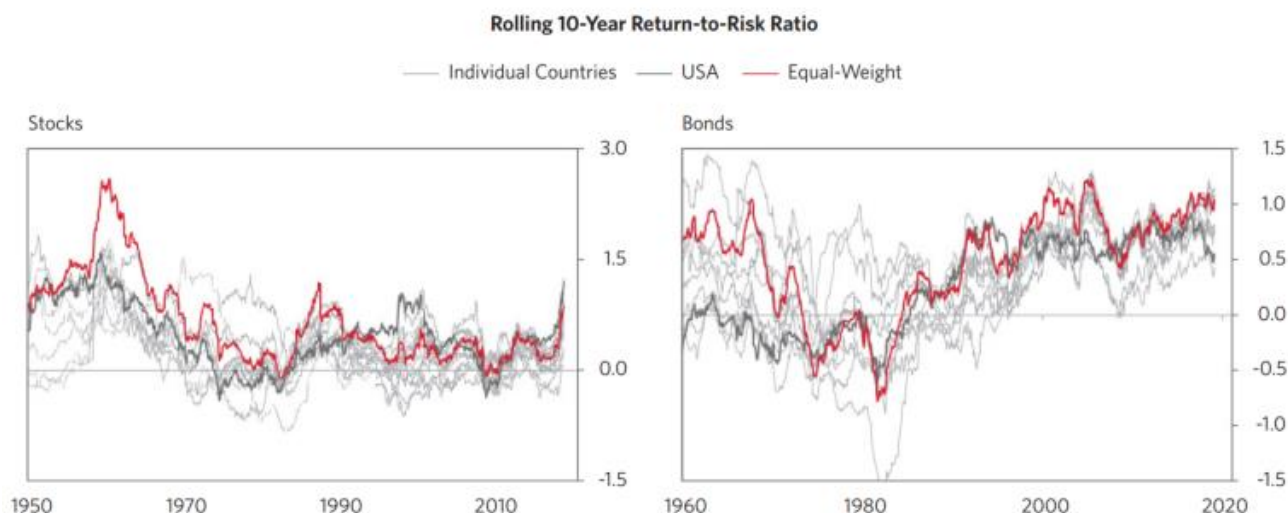
如果从 1950 年起，在更广的范围内回测股票和债券表现，你会发现等权配置组合持续表现优异。虽然没有一个市场像德国或是俄国那样在 20 世纪上半叶直接归零，但是不同国家之间的表现还是有很大差异，其中美国市场和其他国家市场一样经历了大幅波动。在下图中，每条灰线都代表一个独立的国家，美国用深灰表示，等权组合用红线表示。



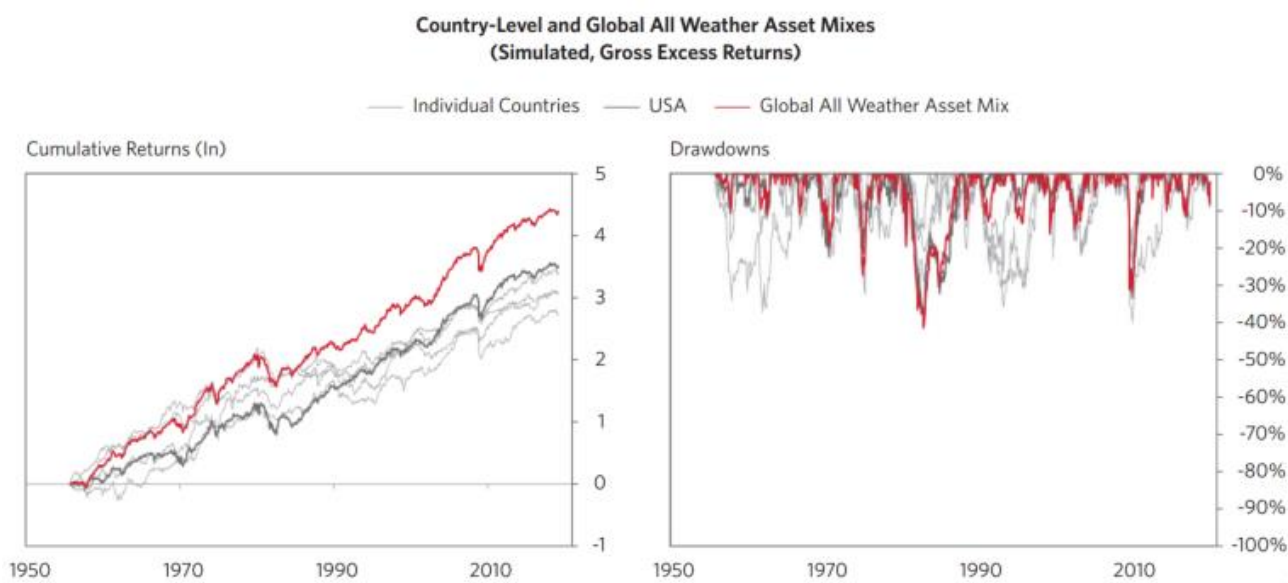
因为降低了回撤，相对的稳定收益率使复利效应得到更好的体现，这也是地域分散化组合长期表现优异的根本原因。



不论从何时开始进行回测，我们都会得到类似的结论，下图中我们分别比较了各国市场和地域分散化组合的 10 年滚动收益风险比率。



甚至我们可以建立不同经济环境中的分散化投资组合（我们把它称作全天候配置，组合在增长/通胀的上升/下降时期都会有优秀表现），再叠加地域分散化配置也会带来很大提升（我们在自己的全天候基金中也是这么做的）。下图和前两个图类似，展示了基于各个国家的全天候组合和地域分散化全天候组合的表现。



### 在不同时期最强和最弱的市场轮动，并向长期均衡收敛

为了让投资者感受资产在各个时期的表现，并和长期结果进行对比，我们在下表中列出了每十年各国股票市场的表现。你们可以看到市场呈现出轮动的特征，没有一个国家能一直跑赢，因为短期获取超额收益会让资产相对高估并催生反转。这十年来，美国是股市表现最好的国家，但在上个十年（互联网泡沫之后的十年）美国却是股市表现较差的国家；1990年代美国的股市表现也极其突出，但要再往前寻找美国表现优于大多数国家的时候，就要追溯到1920年间了。

## Rankings of Equity Excess Returns by Decade

### 1900s

United States	83%
Equal Weight	9%
France	9%
Germany	9%
Russia	-7%
United Kingdom	-34%

Avg. Correl.	19%
Best - Worst	116%

### 1910s

United States	10%
France	-35%
United Kingdom	-44%
Equal Weight	-54%
Germany	-92%
Russia	-100%

Avg. Correl.	3%
Best - Worst	110%

### 1920s

Equal Weight	249%
Germany	178%
United States	170%
Canada	134%
United Kingdom	87%
Spain	72%
France	41%
Sweden	24%

Avg. Correl.	26%
Best - Worst	225%

### 1930s

United Kingdom	6%
Germany	2%
Canada	-9%
Equal Weight	-10%
United States	-12%
Sweden	-22%
France	-54%
Spain	-61%

Avg. Correl.	37%
Best - Worst	68%

### 1940s

Spain	140%
Equal Weight	138%
Australia	132%
United States	122%
United Kingdom	117%
Canada	115%
Sweden	100%
France	-19%
Germany	-35%

Avg. Correl.	17%
Best - Worst	176%

### 1950s

Germany	739%
Japan	662%
Italy	484%
France	484%
Equal Weight	384%
United States	376%
Australia	277%
United Kingdom	270%
Sweden	240%
Canada	222%
Spain	98%

Avg. Correl.	20%
Best - Worst	641%

### 1960s

Spain	312%
Australia	148%
Equal Weight	75%
Japan	74%
Canada	71%
United States	41%
Sweden	31%
United Kingdom	28%
Germany	21%
Italy	-1%
France	-6%

Avg. Correl.	26%
Best - Worst	319%

### 1970s

Korea	456%
Japan	66%
Canada	30%
Equal Weight	10%
United Kingdom	8%
Switzerland	-5%
Australia	-12%
United States	-17%
France	-20%
Sweden	-22%
Germany	-31%
Spain	-69%
Italy	-74%

Avg. Correl.	38%
Best - Worst	530%

### 1980s

Sweden	503%
Korea	354%
Japan	310%
Spain	188%
Equal Weight	185%
Germany	179%
United Kingdom	173%
Italy	169%
France	158%
Switzerland	96%
United States	96%
Australia	39%
Norway	23%
Canada	-4%

Avg. Correl.	46%
Best - Worst	507%

### 1990s

Switzerland	231%
United States	217%
Sweden	190%
France	117%
United Kingdom	110%
Spain	96%
Germany	92%
Australia	59%
Equal Weight	53%
Canada	52%
Italy	40%
Norway	2%
New Zealand	-6%
Japan	-47%
Taiwan	-49%
Korea	-66%

Avg. Correl.	50%
Best - Worst	296%

### 2000s

Norway	48%
Brazil	45%
Canada	42%
Australia	36%
Korea	22%
Spain	17%
Equal Weight	1%
New Zealand	-3%
Switzerland	-4%
Sweden	-13%
Taiwan	-23%
United Kingdom	-23%
United States	-27%
France	-32%
Italy	-35%
Germany	-36%
Japan	-41%

Avg. Correl.	74%
Best - Worst	89%

### 2010s

United States	182%
New Zealand	149%
Sweden	146%
Japan	105%
Germany	99%
Switzerland	97%
France	92%
United Kingdom	83%
Norway	78%
Equal Weight	74%
Taiwan	55%
Canada	54%
Australia	41%
Korea	27%
Italy	20%
Spain	11%
Brazil	-26%

Avg. Correl.	65%
Best - Worst	209%



## 拯救投资组合：地域分散化配置

有很多案例表明地域分散化可以拯救投资组合的表现，防止财富清零的风险。我们先看各个国家市场的最大回撤和收回跌幅时长，其中有好几个国家股票市场崩盘后需要花数十年来恢复。和等权组合相比，虽然很多国家股市的历史数据更少，回溯时间更短，但最大回撤却更大。

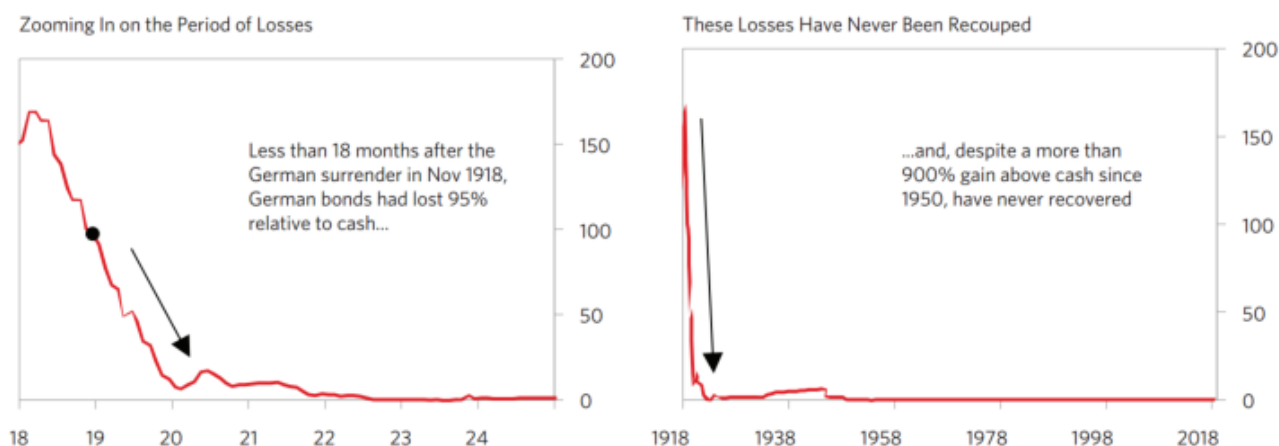
从历史上看，不同国家股票的等权配置组合也会出现巨大的亏损，但是其回撤时间更短，幅度更小，并且相比绝大多数国家的股票市场恢复更快。

**Worst Equity Excess Return Drawdowns Across Countries (USD Terms)**

Country	Data Starts	Period of Worst Drawdown	What Caused It To Happen	Years To Recover From Start of DD	Magnitude of Losses	Equal-Weight Returns During Country DD
Switzerland	Jan 1966	2007 - 2009	Global Financial Crisis	7	-51%	-49%
<b>Equal-Weight</b>	<b>Jan 1900</b>	<b>1929 - 1932</b>	<b>Great Depression</b>	<b>13</b>	<b>-66%</b>	<b>--</b>
Australia	Jun 1933	1969 - 1974	70s Inflation	10	-66%	-17%
UK	Jan 1900	1972 - 1974	70s Inflation	11	-72%	-20%
Norway	Feb 1970	1974 - 1978	70s Inflation	16	-74%	-17%
Japan	May 1949	1989 - 2003	Deflationary Grind	29 & Counting	-75%	-16%
Brazil	Aug 1994	1994 - 1998	Balance of Payments Crisis	24 & Counting	-77%	23%
Canada	Jan 1919	1929 - 1932	Great Depression	16	-79%	-65%
New Zealand	Dec 1984	1986 - 1990	Currency & Constitutional Crisis	32 & Counting	-81%	-10%
Sweden	Dec 1915	1917 - 1932	WWI and Great Depression	29	-81%	-30%
Spain	Dec 1915	1973 - 1982	Political Turmoil/70s Inflation	26	-83%	-19%
France	Jan 1900	1944 - 1950	WWII	15	-83%	41%
Taiwan	Jan 1988	1990 - 2001	Asian Financial Crisis	29 & Counting	-85%	0%
<b>United States</b>	<b>Jan 1900</b>	<b>1929 - 1932</b>	<b>Great Depression</b>	<b>16</b>	<b>-85%</b>	<b>-64%</b>
Italy	Jan 1948	1960 - 1977	Political Turmoil ("Years of Lead")	59 & Counting	-87%	49%
Korea	Jan 1965	1989 - 1998	Asian Financial Crisis	30 & Counting	-91%	33%
Germany	Jan 1900	1912 - 1923	WWI	47	-99%	-62%
Russia	Jan 1900	1912 - 1918	WWI and Bolshevik Revolution	Never	-100%	-31%

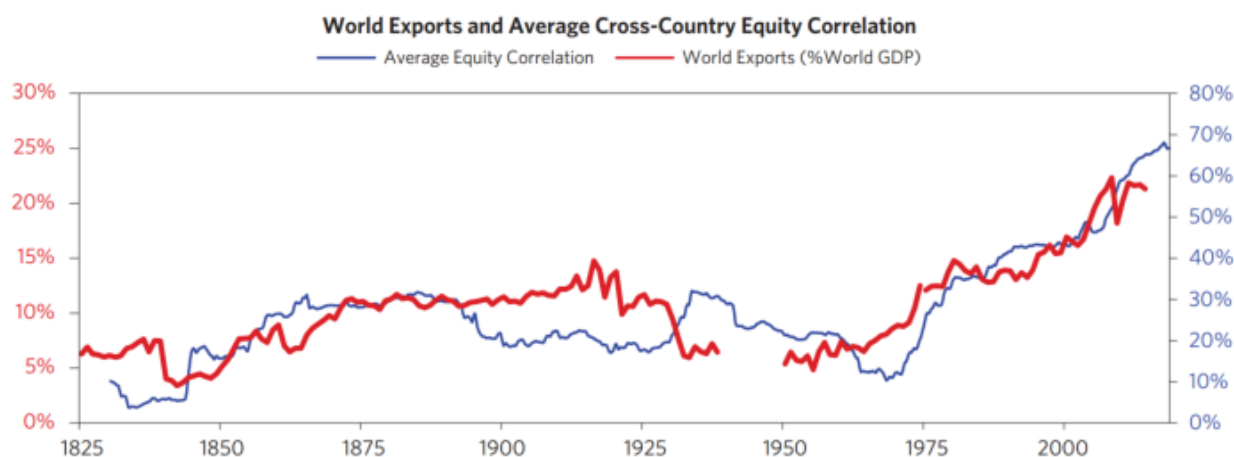
这里我们主要着眼于股票，如果投资者集中投资其他资产也可能遭遇巨大损失。一个典型的例子是一战时期的德国债券，在德国投降之后，一年左右的时间里债券相对于现金损失了 95% 的价值。尽管之后有过 900% 的反弹，但是之前投资德国债券的投资者永远无法恢复其财富水平。

**German Bonds Cumulative Excess Return (Indexed to after WWI Surrender, December 1918)**



## 未来的几十年中，地域分散化配置会比过去几十年更加重要

在过去四十年间，美国在地缘政治上起主导地位，经济和金融市场被全球化和资本自由流动所推动。因此各个国家的市场之间高度相关，地域分散化配置的好处也被大大低估了。针对这一点，下图展示了从 1825 年开始各国股票市场之间的相关性与出口占经济比重情况。二战后由美国主导的全球化兴起，全球贸易和资本流动不断攀升，导致不同国家间股票市场的相关性很高。从历史上看，全球化的进程是有涨落的——包括由贸易摩擦最终带来的世界大战——当然我们在当下也看到反全球化浪潮的复兴。



未来贸易和全球化的冲突会让不同国家之间的市场表现呈现出巨大差异。而且中国作为新经济金融中心兴起，提供了一个与传统发达国家完全不同的环境（比如在下行周期中具备更强刺激经济的能力），因此很可能提高世界多极化趋势，降低全球市场的相关性。所有这些因素都使得分散化在未来日益重要，下表中展示了中国经济和市场与全球的低相关性。

### Correlations to US Assets and Conditions

Asset Correlations	Euroland	Japan	UK	China	South Africa	Brazil	Turkey
Equities	0.5	0.7	0.6	0.4	0.4	0.6	0.3
Bonds	0.7	0.5	0.6	0.4	0.3	0.1	0.3
Correlation of Economic Conditions							
Growth	0.4	0.4	0.4	0.0	0.2	0.1	0.2
Inflation	0.8	0.6	0.8	0.0	0.5	0.1	0.3
Short-Term Debt Cycle	0.4	0.3	0.6	-0.3	0.1	-0.3	0.5
Monetary Policy	0.9	0.4	0.9	0.0	0.4	0.5	0.4

与此同时，全球投资组合中配置中国的权重非常低。未来随着中国市场的进一步开放，投资者在地域分散化上也会取得更好的效果。



发达国家的投资者有着很强的本国配置偏好，对发展中国家都存在明显低配的情况，导致投资组合地域高度集中。在下图中我们给出了一个典型美国投资者进行组合配置的地理分布。

