

## 资产配置宝典|全天候策略知多少（2）

### 全天候策略的源起和迭代

浙银理财联合“同善共富”金融顾问工作室，推出“资产配置宝典”系列推文，旨在与投资者探讨专业、系统、可操作的资产配置思路。上一篇文章，我们介绍了全天候策略的理论基础和模型。但是做投资，理论再完美，是否有效还是要看投资的实盘业绩。全天候策略真的有那么大的魅力吗？本篇文章，我们来一起看看全天候策略的源起和迭代。

#### 一、全天候策略的业绩表现

从实践来看，桥水的全天候策略基金确实为持有人创造了长期高回报。

从桥水基金对外披露的业绩来看，从1996年到2020年，All Weather Portfolio的平均年化收益率为9.7%，显著高于同期标普500指数的平均年化收益率7.6%。

截至2025年5月，Ray Dalio All Weather Portfolio在过去30年中实现了7.31%的复合年化收益率，波动率为7.44%。更重要的是，桥水基金的全天候策略在极端市场情况下，表现出少有的稳定性。

比如，2008年金融危机：在2008年金融危机期间，All Weather Portfolio的回撤相对较小，约为17%，而标

普 500 指数的回撤达到了 50%。

2020 年新冠疫情：2020 年新冠疫情爆发时，股票市场下跌约 30%，而 All Weather Portfolio 的回撤仅为 6%，展现了其防御性。

2022 年熊市：2022 年，All Weather Portfolio 的回撤约为 12%，明显低于标普 500 指数的下跌幅度。

而桥水中国的业绩更出色。

从 2022 年至 2024 年，其业绩呈现逐年上升的趋势，2022 年为 4.8%，2023 年为 9.9%，2024 年达到 35%。

## 二、全天候策略的收益来源

全天候策略这么高的收益，来自于哪些投资？让我们打开这个资产筐看看，到底有哪些秘密。

从解构后的数据拉开看，全天候策略的资产配置情况，大概率按照如下比例分配：

股票：占投资组合的 30%-40%。可以是包含在标普 500 指数中的大型公司的股票。

长期债券：占 15%-40%。可以是政府债券或公司债券以及高收益债券。

短期债券：占 15%-40%。例如，信用价值较低的公司债券或国库券。

黄金：占 7.5%-10%。黄金资产成为对冲通胀和市场波动工具。

大宗商品：占 7.5%-15%。可以是投资于在证券交易所交易商品基金。

而投资组合中的资产配置则取决于投资者的个人目标和风险承受能力。

### 三、为什么选择全天候策略？

当前回顾历史业绩，选择全天候策略仿佛是一个一个显而易见的答案。

然而，回到 1990 年代，选择全天候策略实际上是一个创举，达里奥成为第一个吃螃蟹的人。1971 年尼克松宣布美元与黄金脱钩，达利奥预判股市将暴跌，但次日道指反而上涨 4%，黄金飙升。这一事件迫使他认识到：经济是一台“精密机器”，单一经验无法预测复杂系统的行为。他深入研究历史货币贬值案例，发现资产价格反应取决于经济环境的“意外偏离”（如印钞缓解通缩压力推升股、金价格），这成为全天候策略的底层逻辑。

而这背后，隐藏着深厚的投资哲理。

做经济预测的经济学家和做组合管理的投资经理心中一直有一个梦想，那就是寻找到“圣杯”，但真正成功者总是凤毛麟角，而且分布很随机；圣杯可能根本不存在，但我们还是心怀期待。

人类社会网络类似于物理学中所描述的混沌系统。这个网络的特征包括：非线性特征，混沌特征、相变、耦合。

社会系统是复杂网络的耦合，当这些非线性网络处于混沌、相变点交织缠绕之中时，其构出的整体就可能彻底逃离了预测的边界。

我们所处的经济系统同样是一个复杂系统。复杂系统是由大量微观单元互相作用组成的系统，其活动呈现非线性。复杂系统中的个体还可以具有一定的智能性，例如组织中的细胞、股市中的股民、城市交通系统中的司机，这些个体都可以根据自身所处的部分环境通过自己的规则进行智能的判断或决策，并形成反馈。正反馈会令系统发散，震荡和不稳定；而负反馈会令系统收敛，保持系统的稳定。复杂系统的运动变化模式可以类比为不可逆的分叉，没有人可以预测复杂系统的精确未来。

正是因为预测在变得越来越困难，达里奥选择逆向思维，能不能尽量不预测，做好资产配置和风险平衡。而风险平衡的根源，又是又金融学的基本常识决定的。

因为金融学告诉我们，承担风险是收益的来源。由此，达里奥提出了投资回报的三个来源：

总回报 = 现金回报 + 市场回报 (Beta) + 超额回报 (Alpha)

其中 Beta 是系统性风险溢价，Alpha 是零和博弈。

桥水据此分离出两条产品线：

纯阿尔法基金 (1989)：剥离 Beta，专注获取 Alpha。

Beta 组合的探索：聚焦如何构建“无需预测未来”的静态 Beta 组合。

1996 年，桥水发行首支全天候对冲基金。其核心框架基于对经济环境的四分法：

按经济增长/通胀是否超预期，划分为四种状态，每种分配 25% 风险权重：

第一象限：增长率高于预期，通胀率正常或较低。此时应配置股票和商品和信用债。

第二象限：增长率高于预期，通胀率高于预期。需配置经通胀调整后的资产，如大宗商品、黄金或通胀挂钩债券。

第三象限：增长率低于预期，通胀率正常或较低。建议持有抗通胀资产，如高质量债券。

第四象限：增长率低于预期，通胀率高于预期。需平衡风险，可能配置现金或短期债券。如下是中金公司研究部给出的全天候策略配置步骤。

全天候策略正式启航。达里奥的关键创新在于两点，一是配置风险而非资产：股票波动率高则降权重，债券波动率低则加杠杆提权重，使所有资产风险贡献相等。二是，不预测经济状态，确保任何环境下组合内总有资产表现优异。

#### 四、全天候策略与风险平价模型的融合

达里奥的全天候策略从 1996 年开始，持续表现优异，终于引起了学术界的关注。

2005 年，磐安基金（PanAgora）的首席投资官 Edward Qian（中文名钱恩平）正式提出了风险平价（Risk Parity）的概念。钱恩平将全天候策略理论化，定义为“均衡资产风险贡献”的通用框架，推动其成为独立资产类别。

风险平价模型的核心是通过调整资产的预期风险和收益，使它们对组合的风险贡献相等，从而实现更好的分散化。桥水基金的全天候策略在理念上与钱恩平博士的风险平价模型一脉相承。达利欧提出的全天候策略可以看作是风险平价模型的雏形，而钱恩平博士则进一步系统化和理论化了这一思想，将其发展为风险平价模型。

钱恩平博士的风险平价模型为桥水基金的全天候策略提供了更科学、更系统的理论支持，帮助桥水进一步优化其资产配置策略。桥水基金在后续的发展中，不断结合风险平价模型的理念，对全天候策略进行调整和创新。

由此，全天候策略从达里奥的原创独门秘籍，也逐步进入寻常百姓家，越来越多的投资者开始选择全天候策略。

在浙银理财的实践中，我们深刻认识到全天候策略的长期价值。通过与桥水基金的全天候策略理念相结合，浙银理财不断研究资产配置逻辑，强化风险平衡能力，以期为消费者提供全天候、全周期的稳健投资方案。请期待 7

月份浙银理财即将首发的全天候策略产品。

**免责声明：**

以上市场情况、经济政策等信息来源于公开资料，我们对信息的准确性和完整性不作保证。文章中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议，投资者据此做出的投资决策与我司无关。

**理财非存款，产品有风险，投资须谨慎。**