FOF 配置基础

--宏观经济周期

基于宏观经济展望的基本面判断是 FOF 资产配置的基础思想之一。尽管经济周期的预测和判断十分困难，大多数 FOF 投资经理仍然具有一套基于经济周期理论的资产配置方法，这一套基础方法在实践中颇为有效。

经济周期理论指出经济活动的各个组成部分都展现出周期的特征，他们一般会经历四个阶段：萧条、复苏、繁荣以及衰退。不同阶段周而复始，每个阶段的晨读和持续时间长短不一。不同的经济指标，比如 GDP、就业、消费、投资。通胀，在周期的不同阶段具有不同的特征。

被动的周期理论

在古典的经济学体系下，投资者认为经济并没有呈现出周期性的特征。在 1929 年大萧条爆发之前，经济学的主流指导思想是新古典主义，也可以被称之为‘一般均衡’理论。这种理论认为，在自由市场下，商品和服务的价格仅仅由供需关系所决定，供需相等时形成的价格就是均衡价格，最终所有市场都在均衡状态下运行。如果供求关系发生突然变化，经济体系有迅速调整至新平衡的能力，这种调整主要通过利率和工资水平的变化实现。在这种体系下，政府的干预是没有必要的。然而，资本主义大萧条的发生，指出了新古典主义的缺陷：因为在新古典主义经济学体系中，不均衡是短期和瞬时的，不会出现经济活动周期性的波动。

奥地利学派仍然坚持一般均衡的存在，并在新古典主义的基础上引入了政府和货币政策的作用。奥地利学派认为，周期性的波动主要是由于政府在使徒刺激 GDF 增长的促进就业的过程中，采取了扩张性的货币政策所致。通过降低利率水平，政府引导私营企业过度增加资本性支出，今儿导致供求不匹配。当这种过度投资被发现时，他们就停止投资，却导致了需求被抑制、因此，价格和工资水平必须回到一个新的均衡状态，周期性活动就这样形成了。

从配置的角度来看，在新古典主义或奥地利的理论下，资产所有者应该根据其风险容忍度和回报要求，制定一个固定比例的配置决策。传统的 60/40 静态股债配置，或者长期战略性配置策略，都秉承了这样一套被动经济学理论。

主动的周期理论

在现实中，即使在大萧条之后，金融市场也经历过多次重大危机。随着凯恩斯主义的兴起，这套经济学体系完善了新古典主义和奥地利学派的一些缺陷。凯恩斯主义主要在以下方面提出了独特的思路：

1.凯恩斯主义认为，在实践中很那找到重新达到均衡状态的价格水平，以及相应的工资调整的幅度，即使能够量化这些调整，这也可能工资、需求和投资的螺旋性下降

2.流动性陷阱：凯恩斯主义提到，在经济衰退的时候，风险厌恶情绪会导致经济状况进一步恶化，打击消费者信心。这就会造成低利率政策的失效，类似于 20 世纪 90 年代出现的情况。

3.政府的作用：该理论认为，在市场长期失衡的情况下，政府应该干预，以保证就业率和投资水平，并进一步扩大财政赤字水平，以降低经济衰退带来的损失。

凯恩斯主义思想有几个很明显的缺陷，第一，它过度注意短期；其次，政府干预需要一定的时间奏效；最后，政府财政可能会有失控的危险，而政府债务上的违约也是近年来常常被观察到的。

20 世纪 50 年代后，弥尔顿弗里德曼为代表的货币主义学派赞同凯恩斯主义对于市场周期的观点，但是他们指出，凯恩斯主义忽略了货币供应的重要性，并且没有考虑市场参与者效用的最大化。他认为经济周期是由政府干预和外部冲击共同构成的。

海曼明斯基对于周期理论的贡献提出了一个基础观点，即市场任何一个因素的过度反应都会导致它在未来的反向运动（即反弹），这也就是一些投资家如同索罗斯说的经济拐点。这会加剧经济的波动。在实践中，金融市场经常出现这种反弹。例如，某一段时间信贷增长特别迅速，那么随即就会产生收紧；或者某一段时期风险过度，那么未来紧接着就会由于风险厌恶上升而是低风险资产更受欢迎。这些拐点被称之为明斯基时刻。