

# 量化研究

## 月度大类资产配置报告



☎ 客服热线: 400 - 818 - 6666

🌐 网址: [www.ChinaAMC.com](http://www.ChinaAMC.com)

**2018/11**

# 量化研究 | 大类资产配置报告

## 2018年11月

### ■ 11月大类资产配置核心观点

资产	建议	细分资产	建议	主要观点	
股票	→	行业板块	公用事业	↑	主要基本面指标较上月下滑，经济增长趋势仍持续承压；当前市场持续探底，预计未来上行的主要动力来源于信贷水平的进一步宽松
			周期	→	
			消费	↓	
			金融	↑	
			成长	→	
		规模	大盘	↑	
			小盘	↓	
债券	↑	久期	长久期	↑	利率仍存一定下行动力，通货膨胀短期企稳，上行压力不大，债券投资价值显著
			短久期	↓	
大宗商品	↓			CPI 上升压力可控，PPI 延续回落，国内通胀水平未来预计仍处于下行趋势	

↑ 观点积极

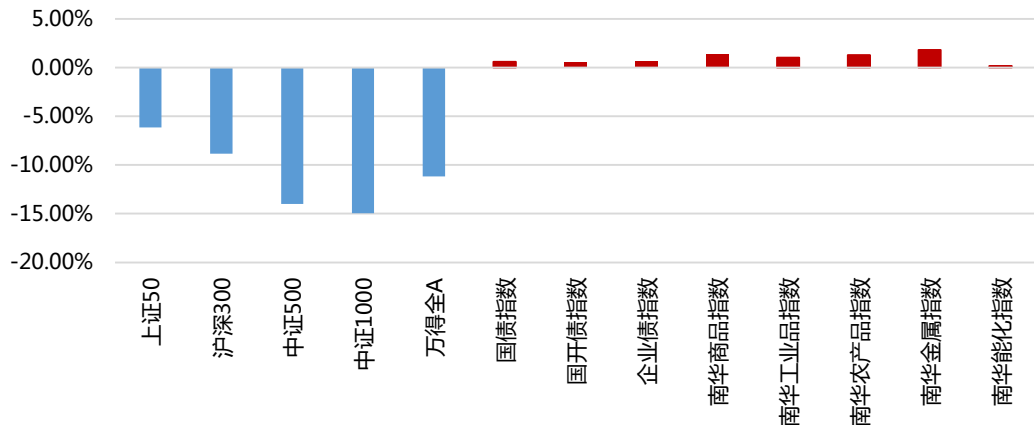
→ 观点中性

↓ 观点保守

## 市场回顾

### 10月国内资产表现回顾（截至10月20日）

图表：国内主要大类资产指数10月表现汇总



10月至今国内大类资产涨跌互现：本月主要股票指数全面下行，中证全指、Wind全A指数分别下跌11.22%、11.18%。大盘指数相对抗跌，上证50、沪深300分别下跌6.15%、8.84%，而以中证500、中证100为代表的中小盘指数跌幅均超过10%。债券类资产指数维持上涨势头，中债国债、国开债、企业债指数分别上涨4.20%、3.35%、3.29%。大宗商品市场横盘震荡，南华商品指数小幅上涨1.38%。

### 当前市场周期状态判断

图表：主要宏观经济指标9月值及往期对比结果汇总

宏观经济因子	经济指标趋势判断				经济因子趋势判断
	指标名称	9月值	上月值	去年同期值	
经济增长	工业增加值同比	5.8%	6.1%	6.6%	主要基本面指标较上月下滑，经济增长趋势仍持续承压
	制造业PMI	50.8%	51.3%	52.4%	
	消费品零售总额同比	9.2%	9.0%	10.3%	
通货膨胀	CPI同比	2.5%	2.3%	1.6%	CPI小幅上升，PPI同比显著下滑，整体通胀水平仍处下行通道
	PPI同比	3.6%	4.1%	6.9%	
利率	10年期国债收益率	3.6%	3.5%	3.6%	短期企稳，存在下行趋势

	10 年期国开债收益率	4.23%	4.24%	4.19%	
信贷	社融规模当月值同比	-1.8%	10.1%	7.1%	短期震荡，存在回升势头

宏观数据显示，9 月规模以上工业增加值同比增加 5.8%，制造业 PMI 指数为 50.8%，均较上月和去年同期有明显下滑；消费品零售总额同比较上月上升 0.2%，但相比与 17 年同期同样存在下滑趋势。总体来看，短期内经济增长趋势持续承压。9 月 PPI 同比增速为 3.6%，较上月和 17 年同期均有显著下滑；CPI 同比增加 2.5%，较上月上升 0.2%。利率方面，2018 年 2 月起我国主要利率水平进入下行通道，9 月份 10 年期国债和国开债收益率分别为 3.62% 和 4.23%，较上月小幅上涨，短期预计利率企稳，一段时间内仍存在下行的动力。信贷方面，9 月份社会融资规模当月值为 2.21 万亿，同比下跌 1.8%；近三月同比值分别为-1.8%、10.1%、-11.0%，呈震荡上行的趋势。

图表：依据宏观因子对大类资产走势判断观点

大类资产	宏观因子依赖关系				核心观点
	经济增长	通货膨胀	利率	信贷	
股票	+			+	持续筑底，短期有望回暖
债券	-	-	-		存在配置价值
大宗商品	+	+			处于下行通道

我们利用量化模型建立起宏观经济指标和普林格周期阶段之间的相关关系，进而可以根据宏观指标的走势对市场当前的周期状态进行判断。根据当前主要宏观经济指标 9 月数据及其近期整体运行趋势，我们判断 10 月份债券市场处于牛市，股票市场持续筑底，大宗商品市场仍处于下行通道。综合判断当前国内市场处于普林格周期的阶段 1，短期内存在一定概率轮转至阶段 2——股票市场触底反弹。

图表：2015 年至今我国周期阶段划分及对应大类资产表现

周期阶段划分结果			大类资产表现		
起始时间	结束时间	阶段	债券	股票	大宗商品
2017-12-01	至今	1	↑ 2.47%	↓ -29.70%	↓ -2.82%
2017-09-01	2017-11-30	6	↓ -1.17%	↓ -0.69%	↓ -3.91%
2017-03-01	2017-08-31	5	↓ -1.83%	↑ 0.85%	↑ 7.84%
2016-09-01	2017-02-28	4	↓ -3.53%	↑ 1.37%	↑ 17.31%
2016-06-01	2016-08-31	3	↑ 0.99%	↑ 6.78%	↑ 5.50%
2016-04-01	2016-05-31	5	↓ -1.00%	↓ -2.53%	↑ 6.58%
2015-11-01	2016-03-31	4	↑ 0.85%	↓ -8.65%	↑ 5.32%

2015-09-01	2015-10-31	2	↑ 0.86%	↑ 8.66%	↓ -7.29%
2015-06-01	2015-08-31	1	↑ 0.73%	↓ -33.52%	↓ -10.67%
2015-01-01	2015-05-31	2	↑ 0.91%	↓ 67.04%	↓ -11.83%

## ■ 11 月资产配置观点：超配债券类资产

10 月份国内市场仍处于普林格周期阶段 1，即债券市场上涨，股票、商品市场回落的阶段。根据模型结果，11 月份市场周期状态维持不变的概率约为 48.39%，轮转至阶段 2——股票市场走出低谷——的概率为 41.94%。与此同时，考虑到当前市场处于阶段 1 的时间已长达 10 个月，达到历史最高水平，模型对下月周期状态概率的估计存在一定的保守倾向，真实概率或高于模型估计结果。据此，我们对 11 月份资产配置的核心观点如下：**整体投资组合以债券类资产为主，重点配置长久期利率债；可配置少量权益类资产，以金融、公用事业等防御类板块为主；建议低配大宗商品类资产。**

根据量化模型给出的资产配置建议，我们设计了面向大类资产和华夏主要 ETF 产品的资产配置策略。根据上月报告资产组合仓位信息，本月大类资产组合净值下跌-2.35%，华夏 ETF 产品组合净值上涨-1.82%。根据模型当前市场周期状态判断，11 月两个模拟组合仓位配置与 10 月保持不变。

## ■ 大类资产配置

大类资产配置策略根据当前宏观经济金融指标走势判断当前市场周期状态，进而根据周期状态调整资产组合中股票（中证全指）、债券（中债综合财富指数）、大宗商品（南华商品指数）和现金（货币基金指数）的配置比例。模拟组合 10 月份持仓比例如下表所示，累积收益-2.35%，11 月市场周期状态预计大概率与 10 月份相同，故资产组合持仓比例下月不做调整。

图表：大类资产配置模拟组合持仓比例信息

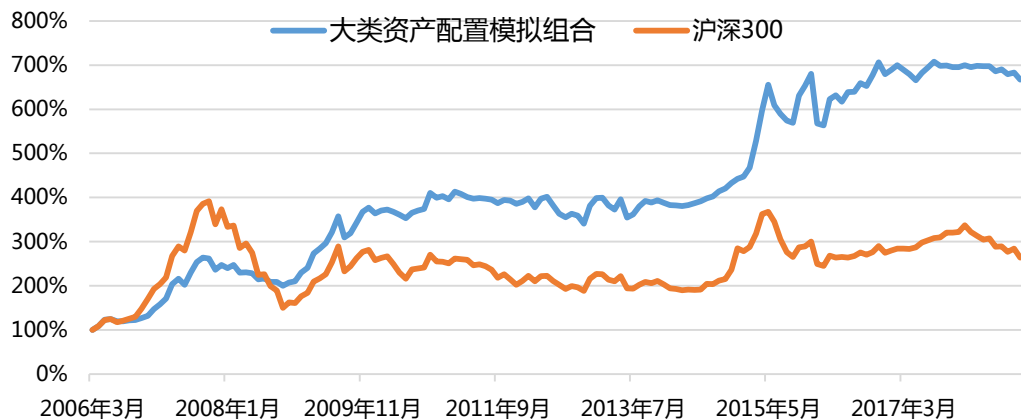
	资产组合仓位分布				收益表现
	中证全指	中债综合财富指数	南华商品指数	货币基金指数	
本月	24.00%	66.75%	0.00%	9.25%	-2.35%
下月	24.00%	66.75%	0.00%	9.25%	

2006 年至今的回测结果显示，模拟资产组合取得 16.28%的年化收益率，23.22%最大回撤，夏普比 0.91：

图表：大类资产配置模拟组合 2006 年至今主要风险收益指标汇总

	总收益率	年化收益率	波动率	最大回撤	夏普比率	卡尔曼比率
大类资产配置模拟组合	566.99%	16.28%	17.97%	24.22%	0.91	0.67
沪深 300	163.81%	8.01%	25.42%	61.66%	0.32	0.13

图表：大类资产配置模拟组合 2006 年至今净值曲线



图表：大类资产配置模拟组合 2006 年至今主要风险收益指标分年度汇总

年份	收益率	波动率	最大回撤	年份	收益率	波动率	最大回撤
2018	-4.11%	3.80%	4.67%	2011	-4.32%	6.46%	6.63%
2017	2.40%	5.48%	4.88%	2010	7.00%	12.11%	6.26%
2016	-0.16%	22.44%	17.16%	2009	79.45%	23.61%	13.41%
2015	53.77%	23.21%	13.16%	2008	-15.10%	11.91%	19.24%
2014	14.15%	4.43%	1.78%	2007	87.86%	28.29%	10.43%
2013	1.58%	16.18%	11.30%	2006	31.72%	17.84%	4.08%
2012	-1.14%	17.69%	15.04%				

## ■ 华夏 ETF 产品配置

华夏 ETF 产品资产配置策略以华夏基金旗下 6 只 ETF 产品和现金为投资标的，根据市场当前周期状态动态调整 ETF 产品的配置比例。策略的主要思想是：**在股票市场上行期，超配中小市值规模指数 ETF 产品赚取超额收益，在市场衰退期，配置现金和大盘、蓝筹指数 ETF 产品抵抗风险。**模拟组合 10 月份持仓比例如下表所示，累积收益-1.82%，11 月保持相同仓位。

**图表：华夏 ETF 产品配置模拟组合持仓比例信息**

	资产组合仓位分布							收益表现
	50ETF	恒生 ETF	300ETF	MSCI	500ETF	中小板	货币基金指数	
本月	19.89%	2.21%	0.00%	0.00%	1.95%	1.95%	74.00%	-1.82%
下月	19.89%	2.21%	0.00%	0.00%	1.95%	1.95%	74.00%	

2013 年至今的回测结果显示，模拟资产组合取得 16.43% 年化收益率，23.45% 最大回撤，夏普比 1.22：

**图表：华夏 ETF 产品模拟组合 2013 年至今主要风险收益指标汇总**

	总收益率	年化收益率	波动率	最大回撤	夏普比率	卡尔曼比率
华夏 ETF 产品资产组合	144.09%	16.43%	13.51%	23.45%	1.22	0.70
沪深 300	38.46%	5.70%	24.24%	45.03%	0.24	0.13

**图表：华夏 ETF 产品配置模拟组合 2013 年至今净值曲线**

**图表：华夏 ETF 产品配置模拟组合 2013 年至今主要风险收益指标分年度汇总**

年份	收益率	波动率	最大回撤	年份	收益率	波动率	最大回撤
2018	-1.05%	5.65%	5.81%	2015	92.95%	20.76%	10.66%
2017	14.64%	5.50%	3.03%	2014	13.47%	5.86%	3.41%
2016	-14.06%	16.82%	21.73%	2013	13.54%	16.16%	11.58%