

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

2018/12

量化研究 | 大类资产配置报告

2018年12月

12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

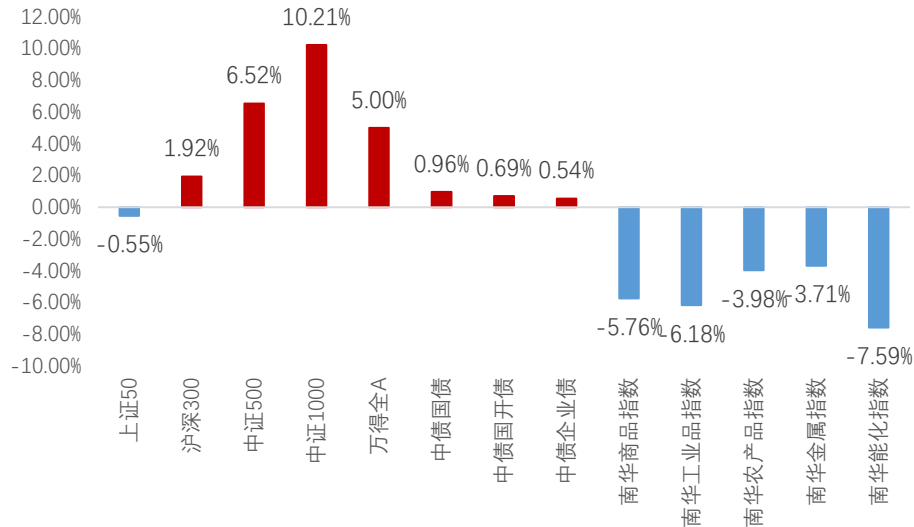
→ 观点中性

↓ 观点保守

市场回顾

11 月国内资产表现回顾（截至 11 月 22 日）

图表：国内主要大类资产指数 11 月表现汇总



11 月至今国内大类资产涨跌互现：本月主要股票指数全面反弹，Wind 全 A 指数上涨 5%。**中小盘相对大盘补涨显著**，中证 500、中证 1000 分别上涨 6.52%和 10.21%，而以上证 50、沪深 300 为代表的大盘指数分别下跌 0.55%和上涨 1.92%。**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 0.96%、0.69%、0.54%。大宗商品市场维持跌势，南华商品指数本月已下跌 5.76%。

当前市场周期状态判断

图表：主要宏观经济指标 10 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	10 月值	上月值	去年同期值	
经济增长	工业增加值同比	5.9%	5.8%	6.2%	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	50.2%	50.8%	51.6%	
	消费品零售总额同比	8.6%	9.2%	10.0%	
通货膨胀	CPI 同比	2.5%	2.5%	1.9%	CPI 维持，PPI 同比持续下滑，整体通胀水平仍处下行通道
	PPI 同比	3.3%	3.6%	6.9%	

利率	10 年期国债收益率	3.51%	3.62%	3.91%	债券收益率近期快速下行
	10 年期国开债收益率	4.12%	4.23%	4.50%	
信贷	社融规模当月值同比	-39.3%	-1.8%	16.8%	社融同比显著收缩

宏观数据显示，10 月规模以上工业增加值同比增加 5.9%，制造业 PMI 指数为 50.2%，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下滑 0.6%，相比 17 年同期下滑趋势更为显著。总体来看，短期内经济增长趋势持续承压。10 月 PPI 同比增速为 3.3%，较上月和 17 年同期均有显著下滑；CPI 同比增加 2.5%，与上月持平。利率方面，2018 年 2 月起我国主要利率水平进入下行通道，10 月份 10 年期国债和国开债收益率分别为 3.51%和 4.12%，较上月下降近 10bps，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，10 月份社会融资规模当月值为 7288 亿，同比下跌 39.3%，收缩速度显著。

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 10 月数据及其近期整体运行趋势，我们判断 11 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	3.32%	-24.59%	-2.50%
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%

■ 12 月资产配置观点：超配债券类资产

11 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 48.69%，轮转至阶段 2——**股票市场走出低谷——**的概率为 41.63%。与此同时，考虑到当前市场处于阶段 1 的时间已长达 11 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 12 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收涨 1.77%。根据模型当前市场周期状态判断，11 月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 11 月份持仓比例如下表所示，累积收益 1.77%，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

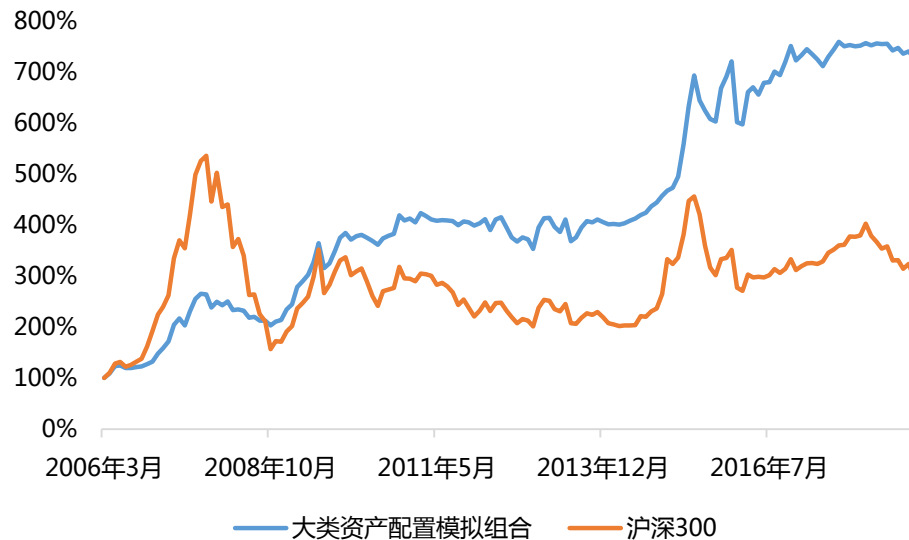
	资产组合仓位分布				收益表现
	中证全指	中债综合财富指数	南华商品指数	货币基金指数	
本月	66.75%	24.00%	0.00%	9.25%	1.77%
下月	66.75%	24.00%	0.00%	9.25%	

2006 年至今的回测结果显示，模拟资产组合取得 17.14% 的年化收益率，23.40% 最大回撤，夏普比 0.96：

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	641.58%	17.14%	17.86%	23.40%	0.96	0.73
沪深 300	202.94%	9.14%	31.64%	70.75%	0.29	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	-1.43%	3.88%	3.74%	2011	-3.40%	6.47%	5.81%
2017	4.03%	5.40%	4.51%	2010	7.33%	12.08%	6.04%
2016	0.24%	22.41%	17.10%	2009	79.64%	23.61%	13.40%
2015	54.17%	23.20%	13.08%	2008	-14.33%	11.87%	18.64%
2014	15.28%	4.19%	1.12%	2007	88.94%	28.26%	10.31%
2013	2.60%	16.16%	11.12%	2006	32.34%	17.80%	4.05%
2012	-0.83%	17.70%	14.90%				

■ 华夏 ETF 重点产品推介

□ 沪深 300ETF (510330) 及其联接基金 (000051)

华夏沪深 300ETF 于 2012 年 12 月 25 日成立，截至 2018 年 11 月 23 日，最新规模为 232.7 亿元，自成立以来，华夏沪深 300ETF 跟踪效果良好，取得了年化 2% 的超额收益，获得中国证券报“2015 年度金牛指数基金”，规模及流动性居于全市场沪深 300ETF 的第二位。（数据来源：wind,2018-11-23）

✓ 基金经理观点

沪深 300 指数估值处于历史低洼，配置价值凸显。 估值方面，沪深 300 指数最新 PE (TTM) 为 10.52 倍，处于过去 10 年 16.3% 的历史分位，PB (LF) 为 1.27 倍，处于过去 10 年 3% 的历史分位，不但显著低于历史平均水平，同时居于全球大型经济体估值的低位，**配置价值凸显。**

沪深 300 指数受益于 MSCI 纳入 A 股。 随着 MSCI 纳入 A 股，沪深 300 指数与 MSCI 纳入股票池的相关性系数为 0.99，是受益 MSCI 纳入 A 股的标的指数，随着外资不断加大对 A 股的投资，**沪深 300 指数将受益于外资及机构投资者的长期配置资金。**

沪深 300 指数代表中国的经济基石，在贸易战风险不断酝酿下具备较好的防御性。 沪深 300 指数是 A 股市场最具代表性的大盘指数，指数选择全市场规模最大流动性最好的前 300 只股票，市值覆盖了全部 A 股的 50.2%。沪深 300 指数行业以金融地产为主，权重约占 37.7%，工业类 12.0%，可选消费 10.7% 的权重，**代表着中国基石经济的企业。** 今年 1 季度开始，中美贸易摩擦不断升级，避险情绪近期一定程度主导 A 股市场走势，**沪深 300 指数成分股作为中国经济的基石，具有较稳定的盈利能力 (过去 1 年沪深 300 指数股息率达 2.6%) 及韧性，在市场不确定风险酝酿时具有较好的防御性。**

整体来看，沪深 300 指数估值不但处于历史低位，在全球范围内也处于较低水平，同时在近期市场不确定风险酝酿的大背景下具有相对较好的防御性，具备配置价值。

✓ 投资策略

市场低位震荡，建议逢低进行长线布局。

□ 中证 500ETF (512500) 及其联接基金 (001052)

华夏中证 500ETF 于 2015 年 5 月 5 日成立，是利用中证 500 股指期货开发交易策略的现货标的之一。目前 ETF 管理规模约 19 亿人民币，其中 ETF 联接基金约 11.7 亿元。(数据来源：wind,2018-11-23)

✓ 基金经理观点

中证 500 指数成长性强估值低，性价比凸显。 中证 500 指数 2018 年二季度营收及净利润同比增长率分别为 12.2% 和 14.9%，保持较高的成长性。估值方面目前中证 500 的 PE (TTM) 为 18.78 倍，处于过去十年 1.2% 的历史分位，PB (LF) 为 1.61 倍，处于过去十年 1.0% 的历史分位，估值几乎达到历史最低位，**配置价值凸显。**

机构逢低申购配置，中证 500 有望筑底。自 2018 年 1 季度中美贸易摩擦开始，市场避险情绪带动了风险偏好的下降，伴随着近期市场的下跌，机构开始逢低配置中证 500，今年以来市场上中证 500ETF 共迎来了近 295 亿元的申购资金，表明市场的底部雏形已经逐步形成。

中证 500 指数风格属性均衡，能够适应多种市场环境。按照中证行业分类，可以大致把工业、公用事业、金融地产、能源和原材料 5 个行业视为传统的周期行业，把可选消费、日常消费、医药保健、信息技术和电信服务 5 个行业视为新兴的成长行业。中证 500 指数中周期行业与成长行业权重分别占比 51%和 49%，结构分布均衡。从历史上看，A 股市场的周期及成长风格转换比较迅速，投资者想踏准风格转换节奏是难以完成的任务。

政策支持有望带来投资机遇。股权质押风险敞口问题是民营企业聚集的中证 500 指数估值跌破估值历史低点的主要原因。在中证 500 指数的成份股中有 265 只股票所属上市公司的实际控制人为个人或者职工持股会，民营企业数量占比 53%，权重合计占比约为 51%。民营企业融资困难与股权质押问题受到政府与媒体的高度关注，一行两会对民营企业股权质押问题高度重视，各地政府、保险公司与证券公司纷纷设立纾解民营企业股权质押风险专项基金。11 月 1 日国家更是召开“民营企业座谈会”，要求对符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业进行必要财务救助。政策的呵护及支持有望为中证 500 带来投资机遇。

整体来看，中证 500 当前盈利增速稳定，成长性强，并且当前估值水平居于历史低位，长期配置价值显著，机构开始逢低配置，叠加近期政策对民营企业的支持，中证 500 有望筑底。同时，周期和成长风格极具平衡性的中证 500 指数更加适合大部分市场环境，在不确定的市场环境下，能够同时捕捉周期及成长板块的投资机会，从长期来看中证 500 指数也能战胜大部分主动型股票基金的业绩表现。

✓ 投资策略

建议持续关注近期的市场超跌趋势，建议考虑逐步加仓，逢低配置，布局长线。

□ 上证 50ETF (510050) 及其联接基金 (001051)

华夏上证 50 ETF 于 2004 年 12 月 30 日成立，是境内首只 ETF，截止 2018 年 11 月 23 日最新规模为 471.5 亿，是境内规模最大的股票 ETF，日均成交金额在股票 ETF 中排名第一，近期日均成交金额约 31.81 亿。（数据来源：wind,2018-11-23）

✓ 基金经理观点

龙头超额收益创新高，上证 50 避险能力凸显。上证 50 总市值约为 13.2 万亿人民币，总市值占全部 A 股的 30%，但其 2018 年利润总额占全部 A 股接近 50%，龙头效应非常显著。当下 A 股大多数领域市场份额向龙头行业集中的趋势未发生变化，大市值龙头仍将表现超额收益。同时上证 50 的 ROE (9.8%)、股息率 (3.3%) 都要显著高于全市场及上交所 A 股，在具备显著估值

优势的背景下是价值投资的首选标的，同时在市场下跌环境中具有优异的防守性，今年以来相对市场有显著超额收益。

上证 50 性价比高，配置价值凸显。 上证 50 指数 2018 年第三季度营收及净利润同比增长率分别为 15.3% 和 13.9%，作为价值龙头依旧保持较高增速，其股息率为 3.3%，显著高于市场（上证综指为 2.58%，中证 500 为 1.45%）。估值方面目前上证 50 的 PE（TTM）为 9.12 倍，PB（LF）为 1.12 倍，其估值水平显著低于市场且处于历史低位，具备很高的性价比，配置价值凸显。

机构逢低申购配置，上证 50 有望筑底。 自 2018 年 1 季度中美贸易摩擦开始，市场避险情绪带动了风险偏好的下降，伴随着近期市场的下跌，机构开始逢低配置上证 50ETF，仅 10 月以来净申购达 37.1 亿份，以均价计算，10 月上证 50ETF 共流入 93.0 亿元，其中包括不少外资机构，表明市场的底部雏形已经逐步形成。

上证 50ETF 配套产品丰富，可以实现多策略投资。 上证 50ETF 是上交所两融投资标的，2015 年上交所开启基于华夏上证 50ETF 的期权交易品种，华夏上证 50ETF 基金具有流通性好、市场代表性强、抗操纵能力强等天然优势，被上交所定为 ETF 期权交易唯一标的；同年中金所挂牌上证 50 股指期货，结合股指期货、ETF 期权可以有效管理投资风险，同时可以实现围绕上证 50ETF 的多种投资策略。

整体来看，上证 50 当前盈利增速稳定，并且当前估值水平居于历史低位，长期配置价值显著，机构开始逢低配置，上证 50 有望筑底。 同时，在不确定的市场环境下，上证 50 的行业龙头属性带来了优异的避险特性。

✓ 投资策略

建议持续关注近期的市场超跌趋势，建议考虑逐步加仓，逢低配置，布局长线。