

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

| 2019/03

量化研究 | 大类资产配置报告

2019年03月

■ 3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	↑	经济基本面较 2018 年底有所反弹，但相对年初有回落迹象，经济增长趋势依旧承压；关注宽货币向宽信用的传导；2019 年初至今权益资产估值修复，在经济基本面没有复苏时建议谨慎配置权益资产
			周期	→	
			消费	↓	
			金融	↑	
			成长	↓	
		规模	大盘	↑	
			小盘	↓	
债券	↑	久期	长久期	↑	利率水平在低位震荡，通胀处于下行通道，美联储鸽派信号给央行货币政策更大的腾挪空间，债券仍有一定配置价值，但上涨空间有限
			短久期	↓	
大宗商品	↓				CPI、PPI 同比持续下滑，整体通胀水平仍处下行通道，国内大宗商品短期内仍将承压

↑ 观点积极

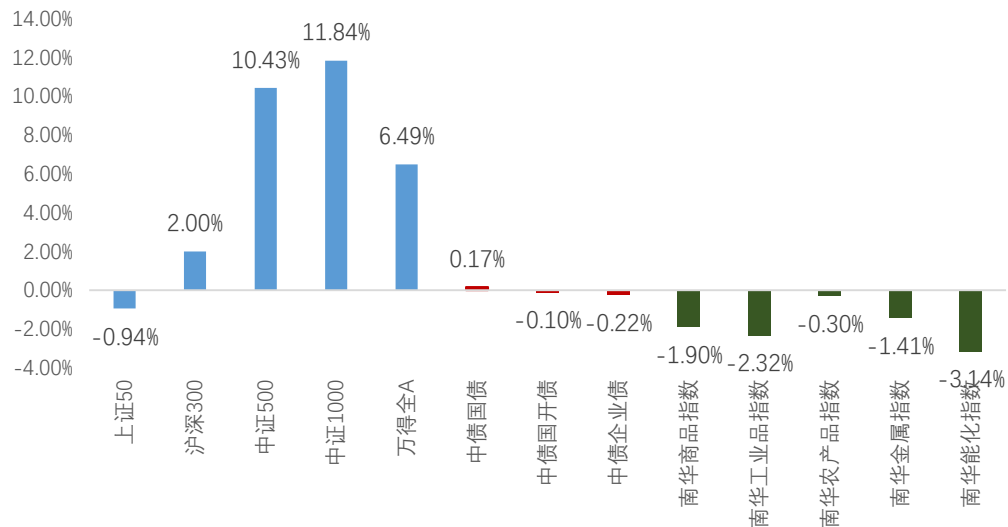
→ 观点中性

↓ 观点保守

市场回顾

■ 3月国内资产表现回顾（截至3月25日）

图表：国内主要大类资产指数3月表现汇总



3月至今国内大类资产涨跌分化：本月主要股票指数大部分收涨，其中 Wind 全 A 指数上涨 6.49%。在资金面及市场情绪推动下，市场风险偏好持续提升，中小盘风格受益：中证 500、中证 1000 指数分别上涨 10.43%和 11.84%，而以上证 50、沪深 300 为代表的大盘蓝筹指数分别下跌 0.94%和上涨 2.00%。债券类资产指数小幅回调，中债国债、国开债、企业债指数分别上涨 0.17%、下跌 0.10%、下跌 0.22%。大宗商品市场整体下跌，南华商品指数本月下跌 1.90%，WTI 原油上涨 3.25%。

图表：国内大类资产表现汇总

类别	指数	涨跌幅			
		近一月	近季度	近半年	近一年
股票	上证 50	-0.94%	18.54%	18.54%	18.54%
	沪深 300	2.00%	24.32%	24.32%	24.32%
	中证 500	10.43%	33.15%	33.15%	33.15%
	中证 1000	11.84%	34.57%	34.57%	34.57%
	万得全 A	6.49%	28.91%	28.91%	28.91%
债券	中债国债	0.17%	0.16%	0.16%	0.16%
	中债国开债	-0.10%	-0.10%	-0.10%	-0.10%
	中债企业债	-0.22%	0.42%	0.42%	0.42%

大宗商 品	南华商品指数	-1.90%	6.40%	6.40%	6.40%
	南华工业品指数	-2.32%	7.76%	7.76%	7.76%
	南华农产品指数	-0.30%	0.67%	0.67%	0.67%
	南华金属指数	-1.41%	9.36%	9.36%	9.36%
	南华能化指数	-3.14%	6.38%	6.38%	6.38%

数据来源：Wind，截至 2019 年 3 月 25 日

■ 当前市场周期状态判断

图表：主要宏观经济指标 2 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	本月值	上月值	去年同期值	
经济 增长	工业增加值同比	3.4%	6.8%	-2.1%	经济基本面较 2018 年底有所反弹，但相对年初有回落迹象，经济增长趋势依旧承压
	制造业 PMI	49.2%	49.5%	50.3%	
	消费品零售总额同比	8.2%	8.2%	9.7%	
通货 膨胀	CPI 同比	1.5%	1.7%	2.9%	CPI、PPI 同比持续下滑，整体通胀水平仍处下行通道
	PPI 同比	0.1%	0.1%	3.7%	
利率	10 年期国债收益率	3.21%	3.11%	3.82%	债券收益率近期小幅反弹
	10 年期国开债收益率	3.70%	3.56%	4.82%	
信贷	社融规模当月值同比	-40.9%	50.5%	6.8%	年初社融显著提升，但宽信贷仍有待观察

数据来源：Wind，截至 2019 年 2 月 28 日

宏观数据显示，2 月规模以上工业增加值同比增加 3.4%，较上月虽有所下滑但与去年同期相比显著回升，制造业 PMI 为 49.2%，仍处在荣枯线以下；社零同比 8.2%，与 1 月份持平，与近期的减费降税政策有关，在政策的刺激下有望企稳。总体来看，短期内经济增长趋势虽然有小幅复苏迹象但持续承压。2 月 PPI 同比增长 0.1%，CPI 同比增速 1.5%，持续下滑。利率方面，2018 年 2 月起我国主要利率水平进入下行通道，至今 2 月份 10 年期国债和国开债收益率分别为 3.21% 和 3.70%，较 1 月份有所抬升，但仍有进一步下滑空间。信贷方面，2 月份社会融资规模当月值为 7030 亿元，年初至今“宽货币”政策发力，但宽货币向宽信贷的传导机制有待观察。

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	+			+	仍有筑底迹象，但短期回暖概率显著提升
债券	-	-	-		存在配置价值，但上涨空间有限
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及其近期整体运行趋势，我们判断 **2019 年 3 月份债券市场具备配置价值；股票市场整体估值修复，在没有经济基本面支撑的基础上，存在回调的风险，但目前从模型结果来看，经济企稳带动股市增长的概率大幅提升；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，短期内向阶段 2 转移的概率大幅提升——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	2019-03-25	1	3.38%	-26.61%	-2.76%
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%

■ 3 月资产配置观点：以配置债券类资产为主，谨慎配置权益资产

根据模型结果，3 月份市场周期状态轮转至阶段 2——股票市场整体复苏——的概率为 **41.63%**，较之前显著提升。据此，我们对 2019 年 3 月份资产配置的核心观点如下：**投资组合偏重债券等固收资产，重点配置长久期利率债；可增加权益类资产配置比例，但关注宽货币向宽信用的传导，同时在经济基本面没有复苏时，权益资产的配置应谨慎，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。

■ ETF 投资组合

华夏 ETF 策略组合根据当前宏观经济及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各个 ETF 以及现金的资产比例。模拟组合 2 月份持仓比例如下表所示，累积收益 1.32%，2 月市场周期状态判断大概率与 1 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
	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%	本月
下月	19.89%	2.21%	0.00%	0.00%	1.95%	1.95%	74.00%	下月

数据来源：华夏基金，截至 2019 年 2 月 28 日

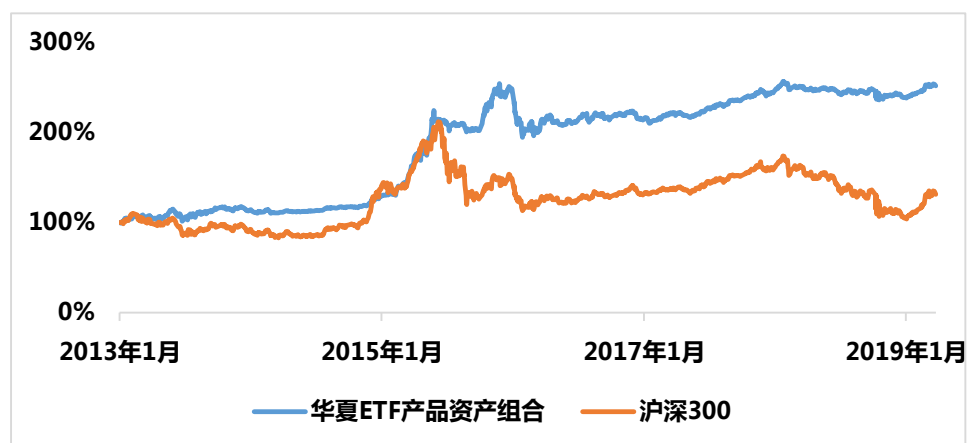
2013 年至今的回测结果显示，模拟资产组合取得 15.69% 的年化收益率，23.45% 最大回撤，夏普比 1.20：

图表：大类资产配置模拟组合 2013 年至今主要风险收益指标汇总

	总收益率	年化收益	波动率	最大回撤	夏普比率	卡尔曼比率
华夏 ETF 资产组合	151.87%	15.69%	13.11%	23.45%	1.20	0.67
沪深 300	31.33%	4.39%	23.63%	50.97%	0.19	0.09

数据来源：Wind，截至 2019 年 3 月 25 日

图表：大类资产配置模拟组合 2013 年至今净值曲线



图表：大类资产配置模拟组合 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
2019	5.41%	6.18%	1.19%	2015	90.23%	20.79%	10.66%
2018	-2.54%	5.87%	8.02%	2014	13.47%	5.86%	3.41%
2017	14.49%	5.50%	3.03%	2013	14.19%	16.13%	11.58%
2016	-13.12%	16.80%	21.06%				

数据来源：Wind，截至 2019 年 3 月 25 日

■ 华夏 ETF 重点产品推介

□ 华夏中小板 ETF (159902) 及其联接基金 (006246)

华夏中小板 ETF 于 2006 年 6 月 8 日成立，是境内唯一一只跟踪中小板指数的 ETF 产品。截至 2019 年 3 月 25 日，管理规模约 22 亿人民币，2019 年以来业绩表现突出。

✓ 基金经理观点

中小板市场于 2004 年设立，目前一批企业已经成长为细分行业的龙头，部分企业成为深度参与国际分工的行业领军企业，**被誉为“新经济龙头的摇篮”**。指数成分股**兼具新经济高成长、高质量、基本面优异的特征**。

中小板指数是 A 股新经济的代表指数。从行业分布来看，指数成分股集中在信息技术、可选消费、材料以及医疗保健等行业板块，其中信息技术占比 35.3%，可选消费占比 13.2%，材料占比 11.4%，具体涉及到新能源汽车、新一代信息技术、高端装备制造、新材料等战略新兴产业领域，指数的新经济特征显著。

中小板指数成分股行业龙头效应显著。目前指数成分股的平均市值为 386 亿人民币，其中有 49 只指数成份股纳入至沪深 300 指数当中，这些股票约占中小板指数 68% 的权重。指数样本包括了海康威视、比亚迪、科大讯飞等一大批新经济特征显著的细分行业龙头公司，并且龙头公司呈现出强者恒强的特征。

中小板指数估值合理，基本面稳健。指数估值方面，中小板指在境内主要中小盘指数当中具备绝对优势，目前市盈率为 25.9 倍，远低于同类的中小板块相关指数，同时市销率也要明显低于创业板指。指数盈利方面，中小板指的季报盈利水平保持在较好水平，其中营收同比增长 19%，虽然国内经济年内受到贸易摩擦等因素影响，但中小板基本面依旧稳健增长，ROE 也维持在较高的水平（10.1%），显著优于中小创。（数据来源：wind,2019-03-25）

中小板指将受益于外资流入。3月1日，MSCI决定将A股大盘股纳入因子由5%提高至20%，同时将于11月以20%的纳入因子加入中盘A股。在MSCI的A股纳入名单中，包括了88只中小板股，其中海康威视、洋河股份、顺丰控股、比亚迪、科大讯飞、大族激光等都是即将被纳入MSCI的中小板行业龙头及中小板成分股。中小板指数将直接受益于外资的持续流入及增持。

我们认为代表中国转型经济的龙头企业，中小板指成分股的盈利预期更加明确，企业基本面优异，同时通过发挥行业龙头的品牌优势、规模优势以及技术优势，有助于市场集中度进一步提升。中小板指作为“行业冠军的摇篮”，是“高质量+高成长”的投资标的。

✓ 投资策略

建议持续关注中小板指数的高质量、高成长投资机会，增加配置。

□ 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 2019 年 3 月 25 日最新规模为 237 亿元，自成立以来，华夏沪深 300ETF 跟踪效果良好，取得了年化 2.1% 的超额收益（数据来源：wind, 2019-2-28），规模及流动性居于全市场沪深 300ETF 的第二位，优势明显。

✓ 基金经理观点

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，尤其随着外资不断加大对 A 股的投资。2019 年 3 月 1 日，MSCI 决定将 A 股大盘股纳入因子由 5% 提高至 20%，大幅提高 A 股权重，沪深 300 指数将受益于外资及机构投资者的长期配置资金。

增量资金决定市场风格，市场风格或偏向沪深 300 代表的大盘蓝筹。受 A 股纳入 MSCI 指数因子的提升以及人民币升值预期的影响，当前 A 股市场比较确定的增量资金是外资，外资在今年或将加速流入，未来几年仍有巨大的空间。一般而言，**市场风格由增量资金决定，而包括 MSCI 等在内的机构资金偏好大盘蓝筹，从这个逻辑出发，今年 A 股市场投资风格或偏向以沪深 300 为代表的大盘蓝筹指数。**

沪深 300 指数代表中国的经济基石，在贸易摩擦风险不断酝酿下具备较好的防御性。在经济及贸易摩擦风险未完全释放条件下具有较强的防御能力。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 61%。沪深 300 指数行业以金融地产为主，权重约占 39.4%，工业类占 13.0%，可选消费和主要消费分别占 10.1% 和 8.9%，代表着中国基石经济的企业。2018 年开始受去杠杆、中美贸易摩擦的影响 A 股市场大幅震荡，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

能力及韧性，目前国内宏观经济基本面仍具有不确定性，同时中美贸易摩擦风险未完全释放，沪深 300 作为中国经济基石的大盘蓝筹指数具备较强的抗风险能力。

整体来看，沪深 300 指数估值仍处于历史低位，在全球范围内也处于较低水平，并将直接受益于近期外资的大规模流入，同时在宏观经济风险仍存的背景下具有相对较好的防御性，具备配置价值。

✓ 投资策略

信贷、经济增长以及贸易摩擦风险未消除的背景下，建议可以作为防御性配置。

□ 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。截至 2019 年 3 月 25 日，华夏中证 500ETF 管理规模约 31 亿人民币。

✓ 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 年中报营收及净利润同比增长率分别为 11.4% 和 13.3%，保持较高的成长性。估值方面目前中证 500 的 PE 为 24.6 倍，处于过去十年 10% 的历史分位，PB 为 2.1 倍，处于过去十年 9% 的历史分位，配置价值凸显。
(数据来源：wind，2019-03-25)

A 股行情不断向好，中证 500ETF “吸金” 持续。 截至 3 月 25 日，全市场股票型 ETF 今年以来成交额合计达 6030.22 亿元，其中以中证 500 指数为代表的优质中盘股尤为受资金追捧。华夏中证 500ETF 场内交投持续活跃，年内成交额达 109.28 亿元，较去年同期成交额增长 110 倍，年内日均成交额已超 2 亿元。

中证 500 指数风格属性均衡，能够适应多种市场环境。 中证 500 指数是境内最具代表性的中盘风格指数，选择全部 A 股沪深 300 之后规模大流动性好的 500 只股票，市值占 A 股 13% 左右。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 指数中周期与成长权重分别占比 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。

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。 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 2019 年 3 月 25 日最新规模为 424 亿，日均成交金额在股票 ETF 中排名第一，近期日均成交金额约 24.4 亿。

✓ **基金经理观点**

龙头超额收益创新高，上证 50 基本面价值优异。 上证 50 总市值约为 20.1 万亿人民币，总市值占全部 A 股的 34%，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 (3.0%) 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。

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 13.84% 和 7.65%，作为价值龙头依旧保持较高增速，其股息率为 3.0%，显著高于市场 (沪深 300 为 2.4%，中证 500 为 1.3%)。估值方面目前上证 50 的 PE (TTM) 为 9.7 倍，PB (LF) 为 1.2 倍，具备很高的性价比，配置价值凸显。(数据来源：wind，2019-03-25)

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，基本面优质，长期配置价值显著。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**

建议关注市场近期的波动，考虑逐步加仓，逢低配置，布局长线。