

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

| 2019/02

量化研究 | 大类资产配置报告

2019年02月

■ 2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有反弹迹象，但经济增长趋势依旧承压；关注宽货币向宽信用的传导
			周期	→	
			消费	↓	
			金融	↑	
			成长	↓	
		规模	大盘	↑	
			小盘	↓	
债券	↑	久期	长久期	↑	利率水平保持回落，通胀处于下行通道
			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

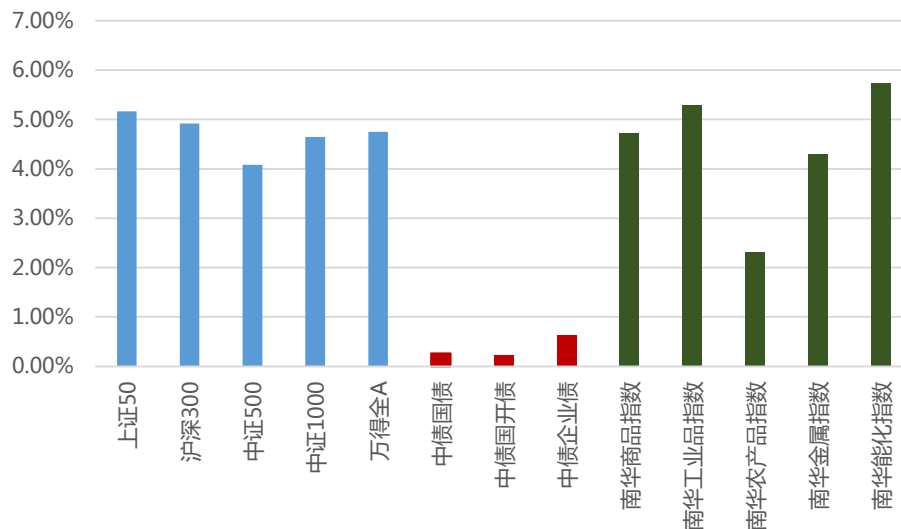
→ 观点中性

↓ 观点保守

市场回顾

1 月国内资产表现回顾 (截至 1 月 24 日)

图表：国内主要大类资产指数 1 月表现汇总



1 月至今国内大类资产整体反弹：本月主要股票指数全面收涨，Wind 全 A 指数上涨 4.75%。中小盘风格中，中证 500、中证 1000 分别上涨 4.08%和 4.64%，市场风格更偏好大盘，以上证 50、沪深 300 为代表的大盘指数分别上涨 5.17%和 4.92%。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 0.27%、0.23%、0.63%。大宗商品市场反弹，南华商品指数本月上涨 4.72%，主要由能源板块带动。

当前市场周期状态判断

图表：主要宏观经济指标 12 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	5.7%	5.4%	6.2%	主要基本面指标较上月出现小幅复苏迹象，经济增长趋势仍持续承压
	制造业 PMI	49.4%	50.0%	51.6%	
	消费品零售总额同比	8.2%	8.1%	9.4%	
通货膨胀	CPI 同比	1.9%	2.2%	1.8%	CPI、PPI 同比持续下滑，整体通胀水平仍处下行通道
	PPI 同比	0.9%	2.7%	4.9%	

利率	10 年期国债收益率	3.24%	3.38%	3.88%	债券收益率近期快速下行
	10 年期国开债收益率	3.64%	3.87%	4.82%	
信贷	社融规模当月值同比	0.2%	-20.4%	-29.9%	社融同比社融当月比较之前有所上升，宽信贷仍有待观察显著收缩

宏观数据显示，12 月规模以上工业增加值同比增加 5.7%，较上月虽有所恢复但与去年同期相比仍偏低，制造业 PMI 为 49.4%，已滑落至荣枯线以下；社零同比较上月恢复 0.1%，与近期的减费降税政策有关，但相比 17 年同期下滑趋势显著。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。12 月 PPI 同比增长 0.9%，CPI 同比增速 1.9%，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，12 月份 10 年期国债和国开债收益率分别为 3.24%和 3.64%，较上月下降近 14bps，**持续走牛**。信贷方面，12 月份社会融资规模当月值为 15898 亿，同比上涨 0.2%，**较之前有恢复迹象，但宽货币向宽信贷的传导仍未打通**。

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，短期有望回暖
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 2 月份债券市场具备配置价值，股票市场持续筑底风险较大，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	2019-01-25	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%

■ 2月资产配置观点：超配债券类资产

1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，2月份市场周期状态维持不变的概率约为 **88.10%**，轮转至阶段 2——**股票市场走出低谷——**的概率为 **11.90%**。与此同时，考虑到当前市场处于阶段 1 的时间已长达 13 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 2019 年 2 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；可适当配置权益类资产，长期投资者仍可积极在市场底部配置，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 1 月份持仓比例如下表所示，**累积收益 1.41%**，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

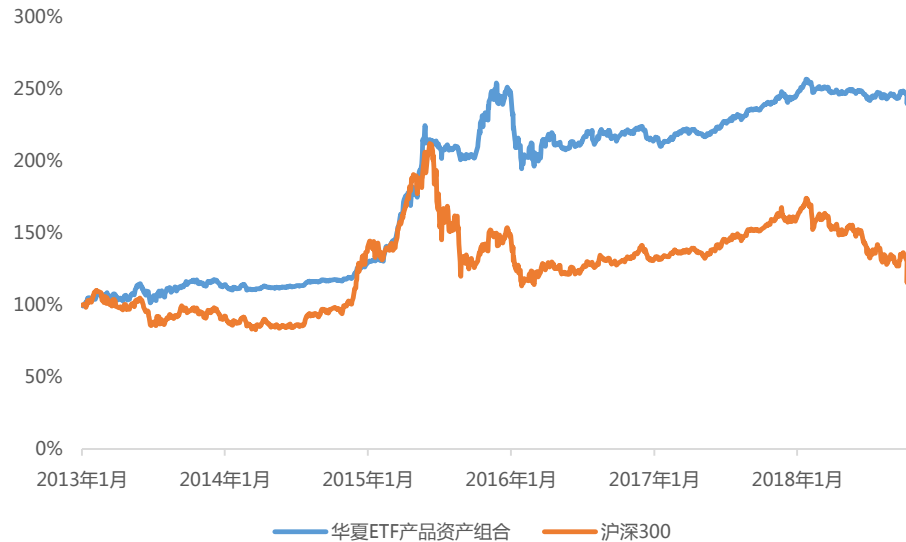
	资产组合仓位分布							收益表现
	50ETF	恒生 ETF	300ETF	MSCI	500ETF	中小板	货币基金指数	
本月	19.89%	2.21%	0.00%	0.00%	1.95%	1.95%	74.00%	1.40%
下月	19.89%	2.21%	0.00%	0.00%	1.95%	1.95%	74.00%	

2013 年至今的回测结果显示，模拟资产组合取得 15.39% 的年化收益率，23.45% 最大回撤，夏普比 1.16：

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	年化收益率	波动率	最大回撤	夏普比率	卡尔曼比率
华夏 ETF 组合	142.45%	15.39%	13.22%	23.45%	1.16	0.66
沪深 300	10.84%	1.68%	23.53%	50.97%	0.07	0.03

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	1.47%	3.96%	0.32%	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%				

■ 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 12 月 31 日最新规模为 228 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（数据来源：wind, 2018-12-31），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，优势明显。

✓ 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 10.7 倍，处于过去 10 年 25% 的历史分位，PB 为 1.3 倍，处于过去 10 年 8.5% 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。（数据来源：wind，2019-01-28）

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。沪深 300 指数行业以金融为主，权重约占 34.9%，工业类占 13.1%，消费占比 19.3%，代表着中国基石经济的企业。今年 2018 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 2.9%）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。截至 2018 年 12 月 31 日，华夏中证 500ETF 管理规模约 22.1 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 (TTM) 为 16.84 倍，处于过去十年 0.93%的历史分位，PB 为 1.6 倍，处于过去十年 1.3%的历史分位，估值几乎达到历史最低位，配置价值凸显。（数据来源：wind，2019-01-28）

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 500，2018 年市场上中证 500ETF 共迎来了近 334 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。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，一行两会对于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。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。**

□ 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 2018 年 12 月 31 日，管理规模约 19.8 亿人民币，近期业绩表现突出。

✓ 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。**

中小板指数成分股行业龙头效应显著。 目前指数成分股的平均市值为 287 亿人民币，其中有 45 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 66%的权重。指数样本包括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，中小板指的三季报盈利水平保持在较好水平，虽然国内经济年内受到贸易战等因素影响，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%)，基本面优异。

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。中小板指有望被市场关注，形成配置机会。

✓ **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。