

疫苗利好消息公布，全球权益资产市场回暖

——资产配置月报 202012

要点

◆ 驱动因子变化：

- 1) **A股：货币政策影响权益资产，PMI的作用逐渐消除。**11月，在上证50方面，其自身12月动量因子和反映货币政策水平的期限利差，成为影响近期价格走势的主要因素，PMI的作用力继续减小。中证500方面，估值（PE_TTM）依旧是影响其走势的最主要因素，期限利差同样在11月上旬影响中证500表现。
- 2) **标普500：市场回暖，成交额迅速提升。**驱动因子模型结果显示，标普500资产价格主要受到自身动量因素驱动。随着美股市场走好，黄金价格进一步下跌和成交额的提升都反映了市场对美股复苏的信心，11月，标普500的5日成交额因子成为其另一个主要的驱动因子。

◆ 资产配置组合月度表现回顾与最新观点：

1) **金融周期下的资产配置：**11月组合配置沪深300、中证国债和中证企业债，上涨1.52%。8月末，利差（1年期AAA、AAA-、AA+企业债与国债的平均利差）发生回落，利率在权益市场行情热度减弱之后也进一步放缓上升趋势，货币信用周期进入紧货币宽信用阶段。11月份，中证国债指数收益率继续小幅回升，但国内利率依旧处于上涨之中。中证企业债收益率出现了少量下跌，但利差发生了上调，紧货币宽信用的作用有所减弱。随着权益资产的复苏，货币政策的调整或将结束4个月的‘‘紧货币宽信用’’时期。结合动量因素，组合建议十二月继续配置沪深300、中证国债和中证企业债。

2) **动态宏观情境聚类下的资产配置：**宏观环境整体依旧处于复苏状态，企业经营持续改善将会是维持A股稳健的重要因素，整体宏观环境依旧利于权益资产。

3) **长短期风险区间预判：**12月长期风险维持中等级别。截止11月末，短期风险维持中等水平（22.24%），11月组合配置沪深300和中证企业债，组合净值上涨1.16%。12月资产组合中沪深300仓位20%，中证企业债仓位80%，维持上期仓位。

◆ **风险预算模型：平衡、进取型组合提升权益资产和中证国债指数仓位，下调黄金和中证企业债指数。**平衡、进取型组合上调除沪深300以外的其他权益资产指数仓位，以及中证国债指数仓位，大幅下调黄金和中证企业债指数仓位。稳健型组合仓位基本保持不变。

◆ **风险提示：**结果均基于模型和历史数据，模型存在失效的风险。进行大类资产配置需考虑各类资产的特有风险。

作者

分析师：周萧潇

执业证书编号：S0930518010005

021-52523680

zhouxiaoxiao@ebsecn.com

联系人：江涛

021-52523681

jiangt@ebsecn.com

相关研报

《海外资产配置前沿理论对于国内市场有何借鉴？——资产配置定量研究系列之十》（2020-08-21）

《‘‘统一角度’’下再论资产配置——资产配置定量研究系列之九》（2020-08-04）

《资产配置组合管理中的动态回撤控制方法——资产配置定量研究系列之八》（2020-06-05）

《经济数据在什么维度上影响资产配置决策？——资产配置定量研究系列之七》（2020-03-19）

《资产配置框架如何应对突发风险事件？——资产配置定量研究系列之六》（2020-02-11）

目录

1、	1、
大类资产月度表现与驱动因子跟踪.....	4
1.1、 全球资产表现.....	4
1.2、 国内主要可投资资产表现	4
1.3、 驱动因子跟踪.....	6
1.3.1、 A 股：货币政策影响权益资产，PMI 的作用逐渐消除	6
1.3.2、 标普 500：市场回暖，成交额迅速提升	7
2、 资产配置组合月度表现回顾与最新观点	7
2.1、 金融周期下的资产配置模型：当前依然为紧货币、宽信用.....	7
2.2、 动态宏观情境聚类下的资产配置：整体宏观环境依旧利于权益资产	8
2.3、 长短期风险区间预判模型：12 月长期风险维持中级别.....	9
2.4、 风险预算模型组合.....	10
3、 风险提示.....	12
4、 附录.....	12
4.1、 风险预算模型.....	12

图目录

图 1：11 月全球权益及部分商品涨跌幅.....	4
图 2：11 月部分债券表现（涨跌：bps）.....	4
图 3：大类资产近期收益及波动率.....	5
图 4：权益资产近半年净值曲线.....	5
图 5：其他资产近半年净值曲线.....	5
图 6：权益类资产近半年波动率变化.....	6
图 7：其他资产近半年波动率变化.....	6
图 8：上证 50 近两周驱动因子.....	6
图 9：上证 50 近三个月驱动因子变化.....	6
图 10：中证 500 近两周驱动因子.....	7
图 11：中证 500 近三个月驱动因子变化.....	7
图 12：标普 500 近两周驱动因子.....	7
图 13：标普 500 近三个月驱动因子变化.....	7
图 14：中国货币信用周期划分.....	8
图 15：各聚类情境分布时间.....	8
图 16：聚类情境 4.....	9
图 17：近 2 年长期风险区间级别（1、2、3 对应低、中、高级别）.....	10
图 18：风险预算组合 2014 年初至今净值.....	10
图 19：风险预算组合 2019 年初至今净值.....	11

表目录

表 1：风险预算组合 2014 年初至今表现.....	11
表 2：风险预算组合 11 月权重.....	11
表 3：风险预算组合 12 月权重.....	12

1、大类资产月度表现与驱动因子跟踪

1.1、全球资产表现

随着美国大选投票阶段结束，虽然出现了些许波澜，但拜登依然赢得了今年的大选，正如我们先前月报《PMI 继续助推 A 股，大选或为美股回升注入强心剂——资产配置月报 202009》统计的结果，在美国大选结束之后，美股迎来了一波上涨。同时，随着 11 月上旬疫苗利好消息的公布，全球经济复苏预期进一步加强，全球股票市场和大宗商品大涨，黄金、原油相应走弱。

同时，虽然从当前疫情来看，美国 11 月总计新增新冠确诊超过 400 万例，但市场反映已经钝化，加之美国政治不确定性将逐渐减弱，这也对未来风险资产的上涨提供了一定支撑。

与西方国家相同，上证综指在过去一个月虽然波动依然较大，但单月出现了 5.19% 的涨幅，估值修复过程已接近尾声，但资产上涨是否会带来货币政策的提前收缩，将影响后续国内权益资产的表现。

主要市场的具体表现如下：

图 1：11 月全球权益及部分商品涨跌幅

	上证综指	标普500	恒生指数	富时100	德国DAX	日经225	澳洲标普200	伦敦金现	布油连续	豆一近月	LME铜连续	天然气连续
11.02-11.06	2.72%	7.32%	6.66%	5.97%	7.95%	5.87%	4.43%	3.89%	5.74%	4.78%	3.49%	-14.67%
11.09-11.13	-0.06%	2.16%	1.73%	6.88%	4.78%	4.36%	3.47%	-3.17%	7.65%	-1.46%	0.76%	2.73%
11.16-11.20	2.04%	-0.77%	1.13%	0.56%	0.46%	0.56%	2.09%	-0.98%	6.12%	1.89%	3.73%	-10.30%
11.23-11.27	0.91%	2.27%	1.68%	0.25%	1.51%	4.38%	0.95%	-4.44%	6.70%	5.42%	3.37%	6.98%
11.30	-0.49%	-0.46%	-2.06%	-1.59%	-0.33%	-0.79%	-1.26%	-0.59%	-1.41%	1.29%	0.81%	2.91%
11月	5.19%	10.75%	9.27%	12.35%	14.97%	15.04%	9.96%	-5.37%	27.08%	12.33%	12.71%	-13.43%

资料来源：Wind，光大证券研究所，数据时间：2020/11/1 至 2020/11/30

新冠疫情初期，美联储为了迅速稳定市场，提出了 SMCCF 计划和 PCMMF 计划，允许自身直接在一、二级市场购买企业债，此举使美国信用利差迅速收敛，稳定了市场。但截至 10 月 31 日，美联储在企业债二级市场的持仓不过 133 亿美元，甚至表示将在年底收回原于 12 月 31 日到期的紧急贷款计划资金。SMCCF 的计划“撤退”使得市场对于美联储作为“最后兜底人”的预期落空，从而造成 11 月企业债市场的动荡。相比于企业债，国债方面，英国 10 年期国债 11 月收益率上升明显，美国债并没发生太多变化。

图 2：11 月部分债券表现（涨跌：bps）

	美国10Y国债	英国10Y国债	美国2Y国债	美国AAA企业债	美国高收益BB企业债
11.02-11.06	-4	4.65	0	-7	-51
11.09-11.13	6	6.03	1	4	5
11.16-11.20	-6	2.9	-1	-11	-15
11.23-11.27	1	-6.76	0	1	-11
11月	-3	6.82	0	-13	-72

资料来源：Wind，光大证券研究所，数据时间：2020/11/1 至 2020/11/30

1.2、国内主要可投资资产表现

回顾各类资产 11 月表现，中国三大宽基指数虽然依旧处于震荡之中，但随着 11 月末的一波上涨，三大宽基指数在 11 月都出现了小幅提升，其中，成分股偏向大盘股的指数上涨幅度更大。恒生指数在 10 月结束了之前的跌势之后，在 11 月继续高歌猛进，而标普 500 在疫苗利好消息以及政治不确定性减弱的带动

下也出现了大幅的上涨。国内债券指数方面，中证国债指数收益率小幅提升，中证企业债指数结束了维持多月的上涨，出现了小幅的下跌：

图 3：大类资产近期收益及波动率

资产简称	资产代码	近一月收益	近三月收益	近六月收益	近一年收益	6个月年化波动率	12个月年化波动率
上证50	000016.SH	5.19%	6.28%	26.63%	22.78%	21.61%	21.93%
沪深300	000300.SH	5.64%	5.21%	31.03%	32.35%	21.36%	22.65%
中证500	000905.SH	3.43%	-3.63%	18.87%	31.29%	22.67%	25.58%
恒生指数	HSI.HI	9.27%	4.63%	14.72%	-0.02%	18.90%	23.91%
标普500	SPX.GI	10.75%	3.47%	18.96%	15.30%	20.11%	34.80%
黄金	AU9999.SGE	-5.37%	-11.56%	-5.45%	11.72%	16.56%	17.97%
中证国债	H11006.CSI	0.04%	-0.06%	-1.98%	2.38%	1.81%	2.22%
中证企业债	H11008.CSI	-0.38%	0.33%	-0.29%	3.26%	1.08%	1.15%

资料来源：Wind，光大证券研究所，数据时间：2019/11/1至2020/11/30

回顾近半年大类资产的净值变化：近半年A股整体上涨，与标普500指数的表现基本相当，恒生指数回到正常的上涨水平，仅用两个月时间便弥补了之前的跌势。另外，随着全球权益资产的走好，金价在11月出现了较大幅度的下跌，达到了半年以来的最低水平。

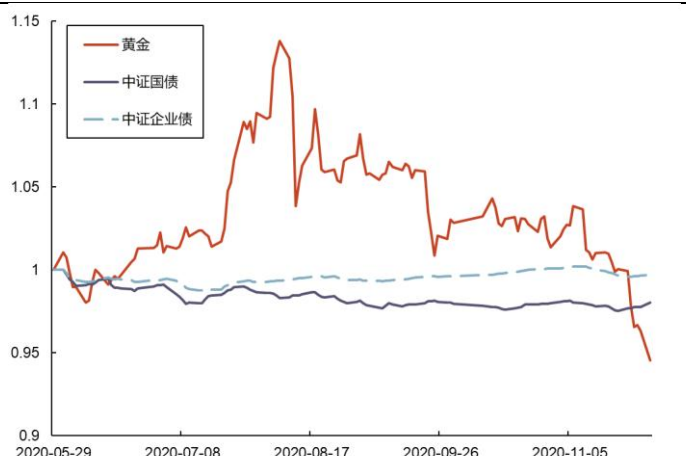
回顾近半年大类资产的波动率变化：国内三大宽基指数及恒生指数的波动率继续维持在稳定水平，标普500的波动率继续降低，只略高于恒生指数波动率，继续回落到疫情前水平。其他资产方面，在过去一个月波动率基本处于稳定水平。

图 4：权益资产近半年净值曲线



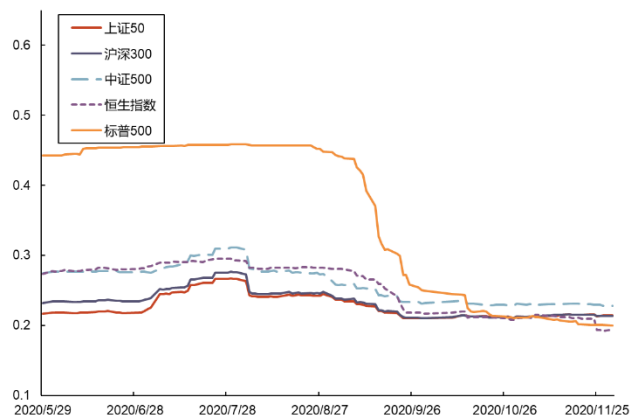
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据时间：2020/6/1至2020/11/30

图 5：其他资产近半年净值曲线



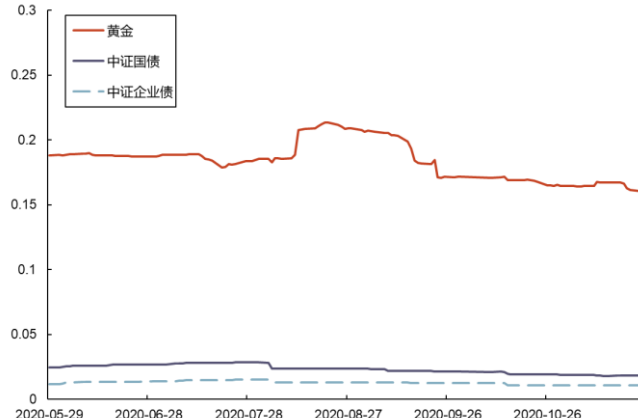
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据时间：2020/6/1至2020/11/30

图 6：权益类资产近半年波动率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据时间：2020/6/1至2020/11/30

图 7：其他资产近半年波动率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据时间：2020/6/1至2020/11/30

1.3、驱动因子跟踪

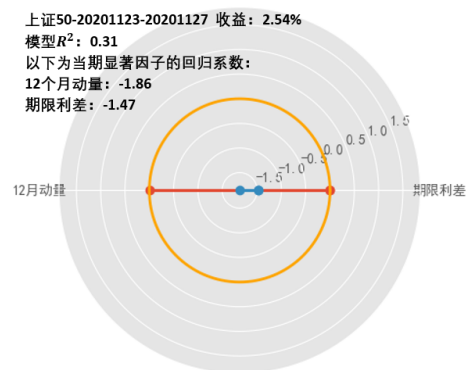
根据我们 2019 年 3 月 21 日的深度报告《寻根溯源：大类资产表现驱动因子体系初探——资产配置定量研究系列之一》，我们依据大类资产驱动因子模型对驱动大类资产收益变化的因子进行持续跟踪。

对各大类资产，我们展示重点关注的资产最近一周（2020.11.23-11.27）各大类资产的收益驱动因子，并与前一周（2020.11.16-11.20）进行对比（极坐标图中橙色圈代表 0 值，在圈上的点为不显著的点，圈内为负向影响指标，圈外为正向影响指标；蓝色为最近一周）；同时，展示样本区间后三个月（深色为最后 4 周）中显著次数较多的主要驱动因子变化。解释程度的大小即前述该因子变化一个标准差时资产收益率的变化。

1.3.1、A 股：货币政策影响权益资产，PMI 的作用逐渐消除

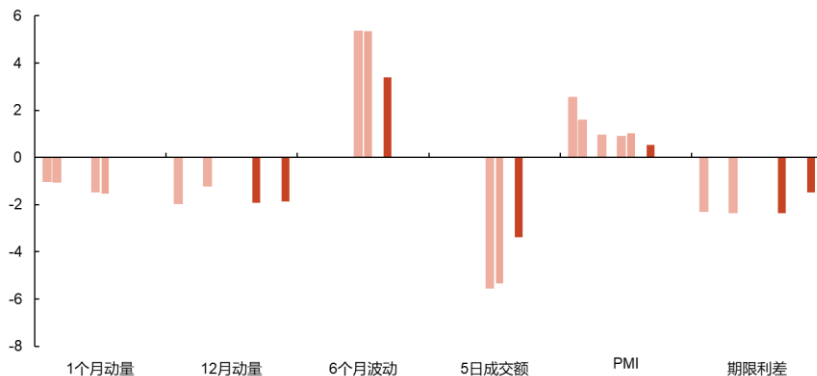
11 月，在上证 50 方面，其自身 12 月动量因子和反映货币政策水平的期限利差，成为影响近期价格走势的主要因素，PMI 的作用力继续减小。中证 500 方面，估值（PE_TTM）依旧是影响其走势的最主要因素，期限利差同样在 11 月上旬影响中证 500 表现。沪深 300 方面，目前所有宏观因子都处于失效状态，对于市场后期并没有一个明显的预期。

图 8：上证 50 近两周驱动因子



资料来源：Wind，光大证券研究所

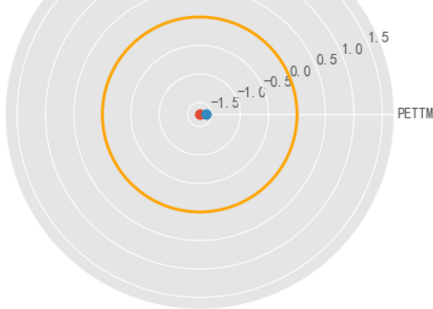
图 9：上证 50 近三个月驱动因子变化



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据自 2020 年 9 月至 2020 年 11 月

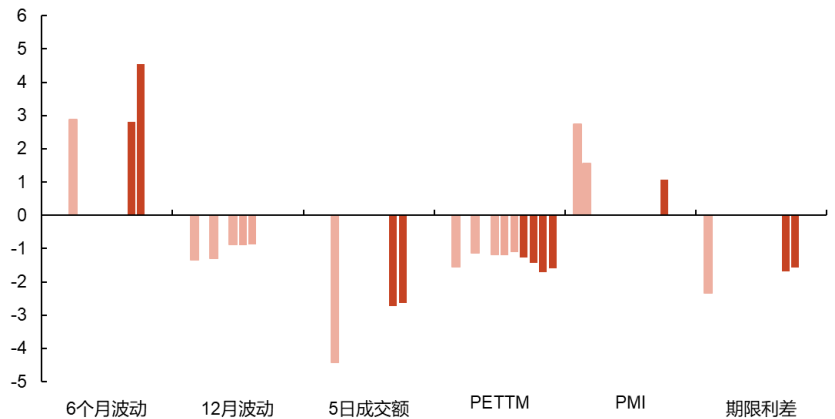
图 10：中证 500 近两周驱动因子

中证500-20201123-20201127 收益：-1.11%
 模型 R^2 ：0.24
 以下为当期显著因子的回归系数：
 PETTM：-1.60



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：中证 500 近三个月驱动因子变化



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据自 2020 年 9 月至 2020 年 11 月

1.3.2、标普 500：市场回暖，成交额迅速提升

驱动因子模型结果显示，标普 500 资产价格主要受到自身动量因素驱动。随着美股市场走好，黄金价格进一步下跌和成交额的提升都反映了市场对美股复苏的信心，11 月，标普 500 的 5 日成交额因子成为其另一个主要的驱动因子。

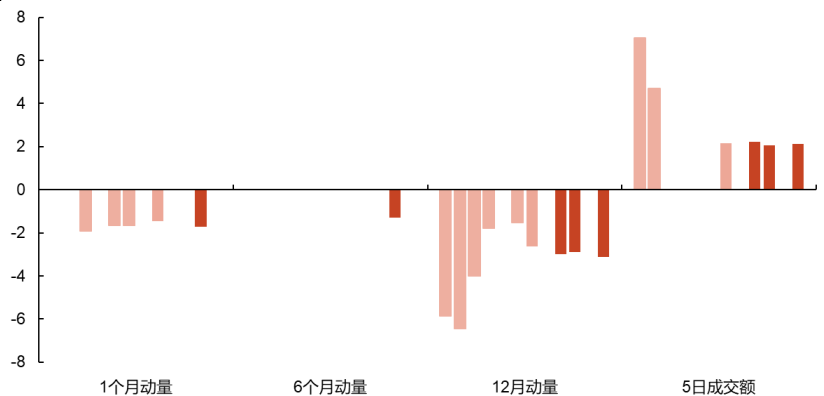
图 12：标普 500 近两周驱动因子

标普500-20201123-20201127 收益：2.27%
 模型 R^2 ：0.34
 以下为当期显著因子的回归系数：
 12个月动量：-3.11
 5日成交额：2.11



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 13：标普 500 近三个月驱动因子变化



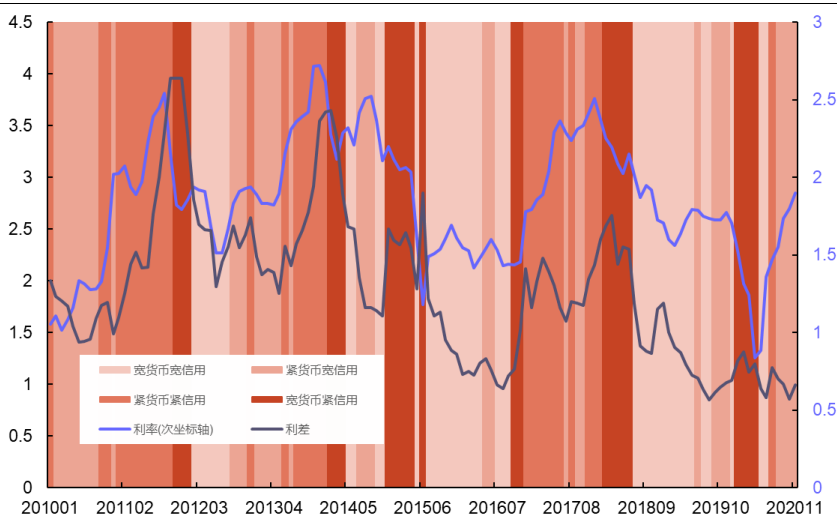
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据自 2020 年 9 月至 2020 年 11 月

2、资产配置组合月度表现回顾与最新观点

2.1、金融周期下的资产配置模型：当前依然为紧货币、宽信用

根据我们的深度报告《金融周期下的大类资产配置框架》，我们发现利率、信用利差构成的货币信用周期对中国市场上的资产配置有重要的指导意义，对此我们结合中美货币信用状况与动量的配置策略在回测中有不错的表现。根据利率、利差数据绘制的中国 2010 年以来的货币信用状况如下：

图 14：中国货币信用周期划分（单位：%）



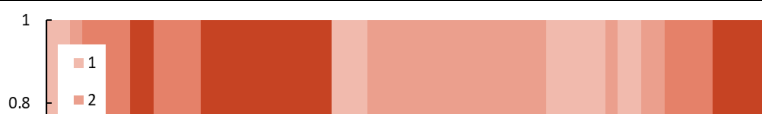
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据时间：2010 年 1 月至 2020 年 11 月

11 月组合配置沪深 300、中证国债和中证企业债，上涨 1.52%。8 月末，利差（1 年期 AAA、AAA-、AA+企业债与国债的平均利差）发生回落，利率在权益市场行情热度减弱之后也进一步放缓上升趋势，货币信用周期进入紧货币宽信用阶段。11 月份，中证国债指数收益率继续小幅回升，但国内利率依旧处于上涨之中。中证企业债收益率出现了少量下跌，但利差发生了上调，紧货币宽信用的作用有所减弱。随着权益资产的复苏，货币政策的调整或将结束 4 个月的“紧货币宽信用”时期。结合动量因素，组合建议十二月继续配置沪深 300、中证国债和中证企业债。

2.2、动态宏观情境聚类下的资产配置 整体宏观环境依旧利于权益资产

在《基于动态宏观情境聚类的资产配置策略——资产配置定量研究系列之五》中，我们发挥定量策略的优势，使用层次聚类方法纳入多指标刻画宏观情境，依据不同情境决定配置资产组合。截至 10 月末，我们依据过去 5 年的月度宏观指标通过聚类将 5 年划分为 4 种情境，各聚类情境在 5 年中的分布时间为：

图 15：各聚类情境分布时间



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1106

