

# 以周期的视角进行资产配置

梁凯

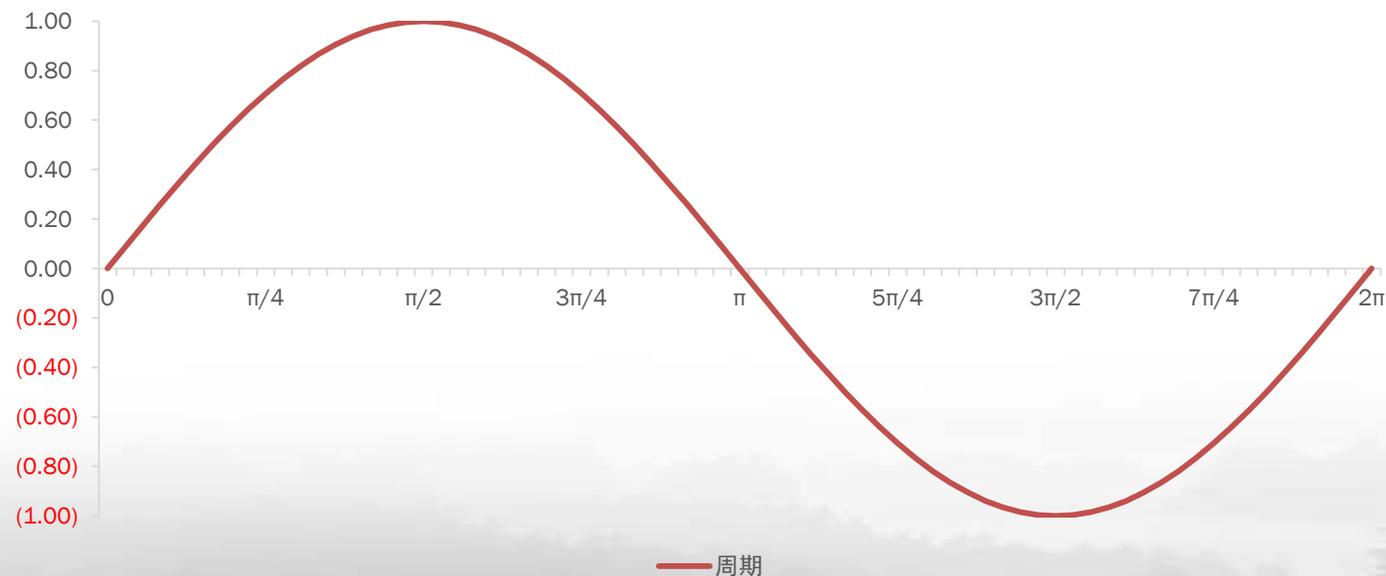
2019年3月



- 什么是周期
- 为什么要有周期思维
- 投资中面临的三个周期
- 如何应对周期

# 一、什么是周期

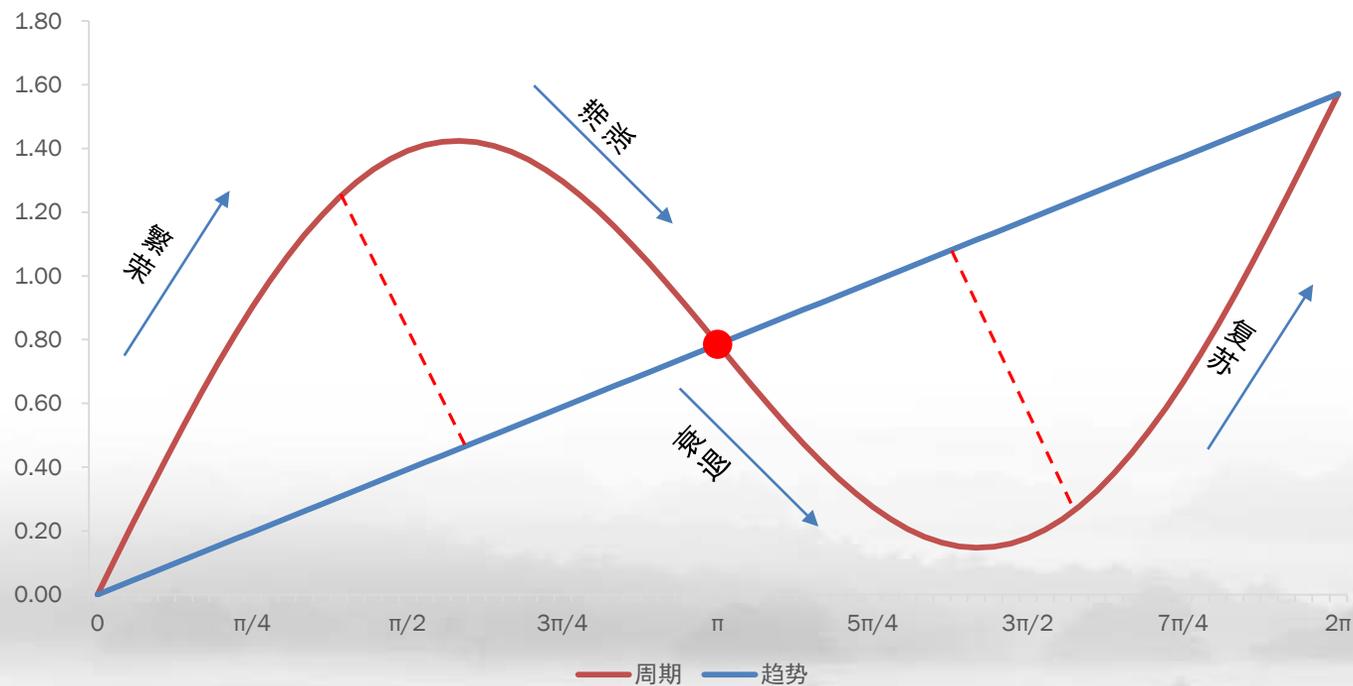
- 周期的定义：事物在运动、变化的发展过程中，某些特征多次重复出现，其接续两次出现所经过的时间叫周期。
- 周期在我们的生活中很常见，比如一年四季周而复始的出现，数学中的三角函数，时钟等等



数据来源：嘉合基金

# 一、什么是周期

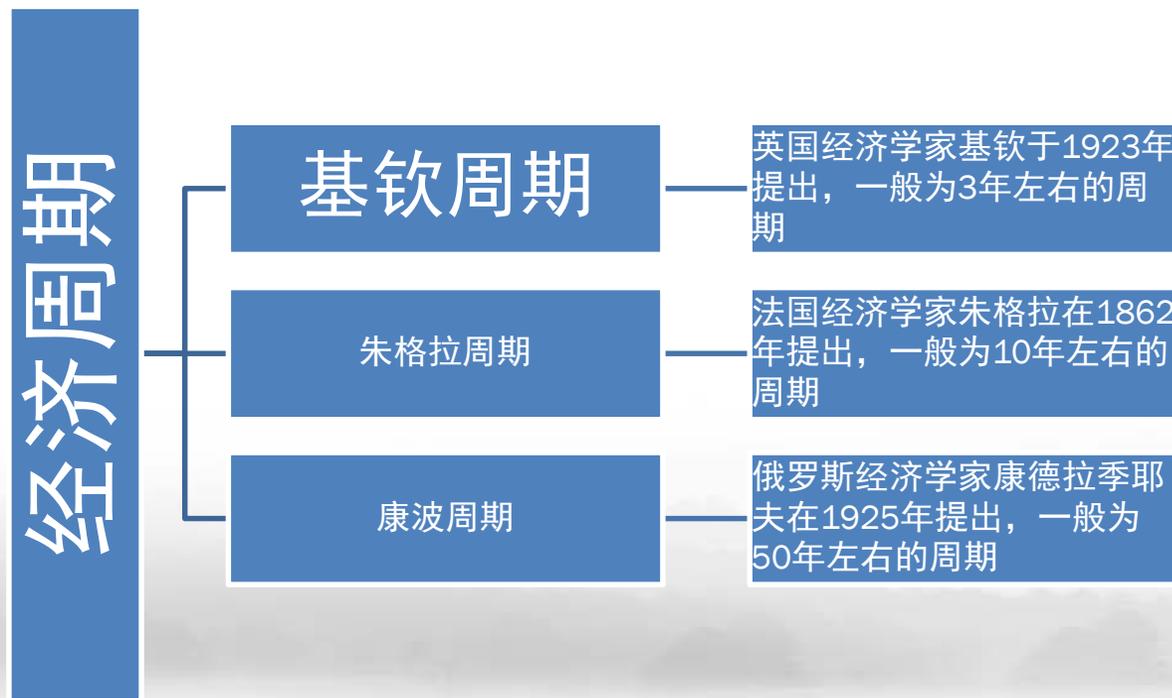
- 经济学上的周期指经济运行中周期性出现的经济扩张与经济紧缩交替更迭、循环往复的一种现象。
- 四个阶段：繁荣、滞胀、衰退、复苏的交替
- 周期表现为均值回归，并向极端点的运动



数据来源：嘉合基金

# 一、什么是周期

- 经济学上的周期根据时间长短可以分为三类：基钦周期（库存周期）、朱格拉周期（设备投资周期）以及康波周期。
- 对于我们来说，基钦周期最值得研究，其他周期由于时间太久，可能一生都不足以遇到一次。

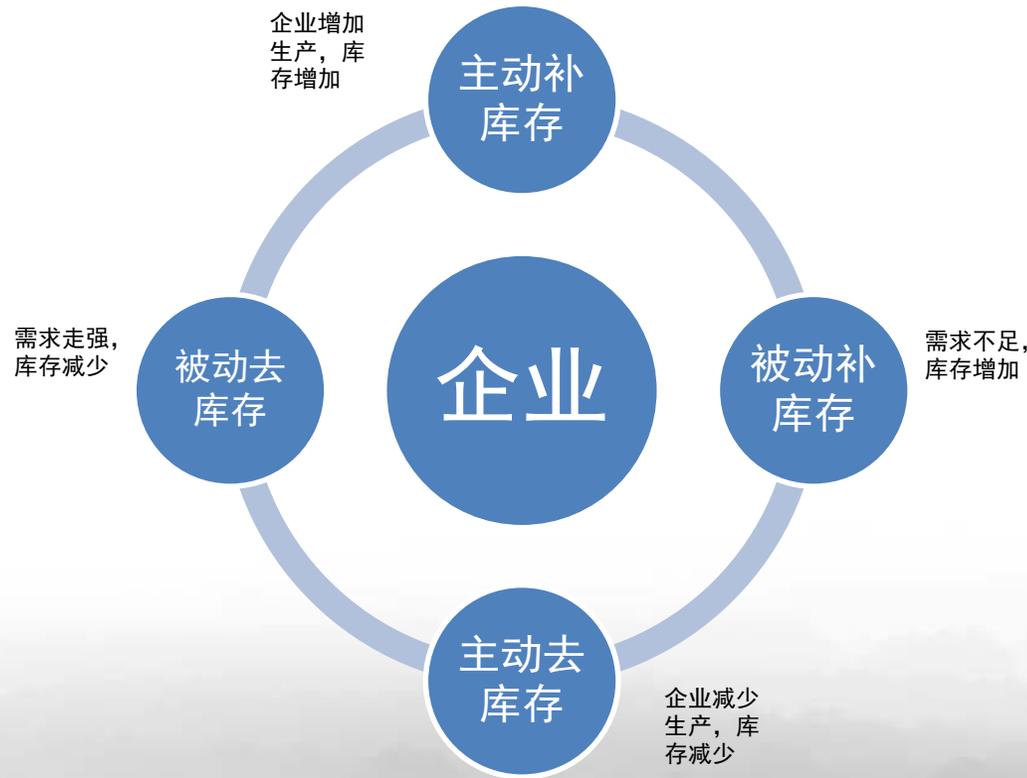


数据来源：嘉合基金

- 什么是周期
- 为什么要有周期思维
- 投资中面临的三个周期
- 如何应对周期

## 二、为什么要有周期思维

➤ 周期是经济运行的基本规律。



数据来源：嘉合基金

- 1、如果现实完全按照这个模型运行，那将是完美的，不存在周期的影响。
- 2、但由于信息的时滞和不对称，生产天然存在周期性。
- 3、由于人的惯性思维，往往夸大需求变动的影响，从而做出激进的决策，加剧周期的波动。

## 二、为什么要有周期思维

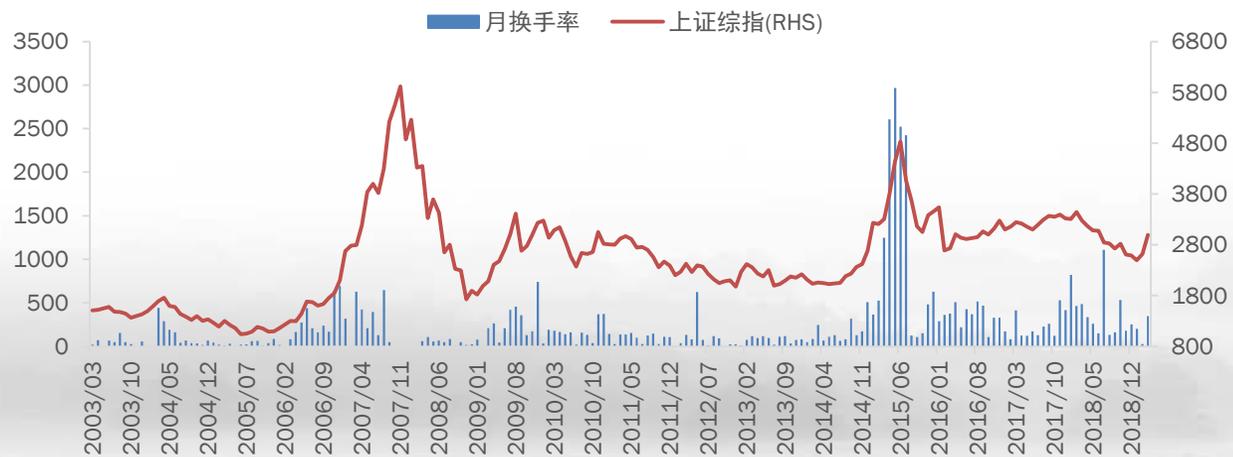
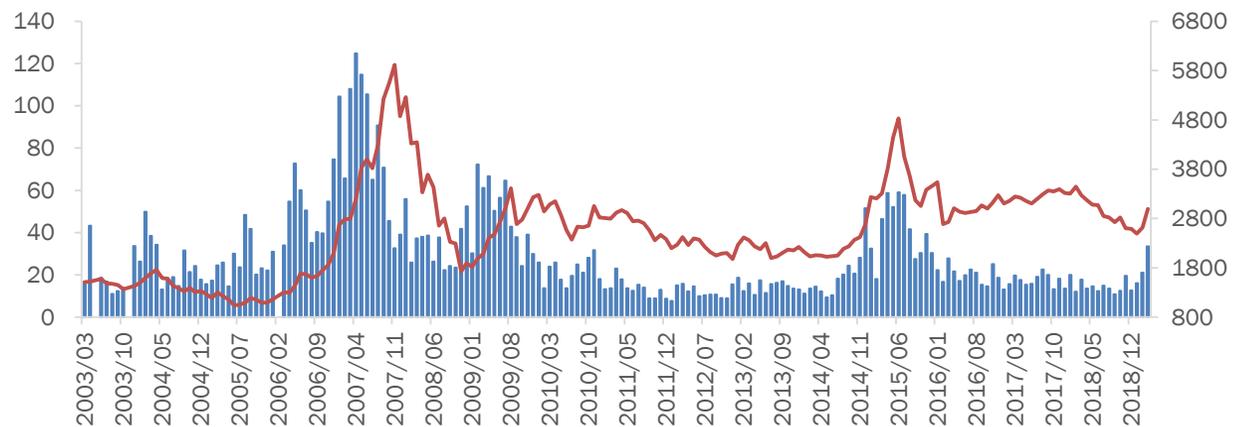
➤ 大量信息充斥市场，投资者难以分辨。



数据来源：嘉合基金，Wind

## 二、为什么要有周期思维

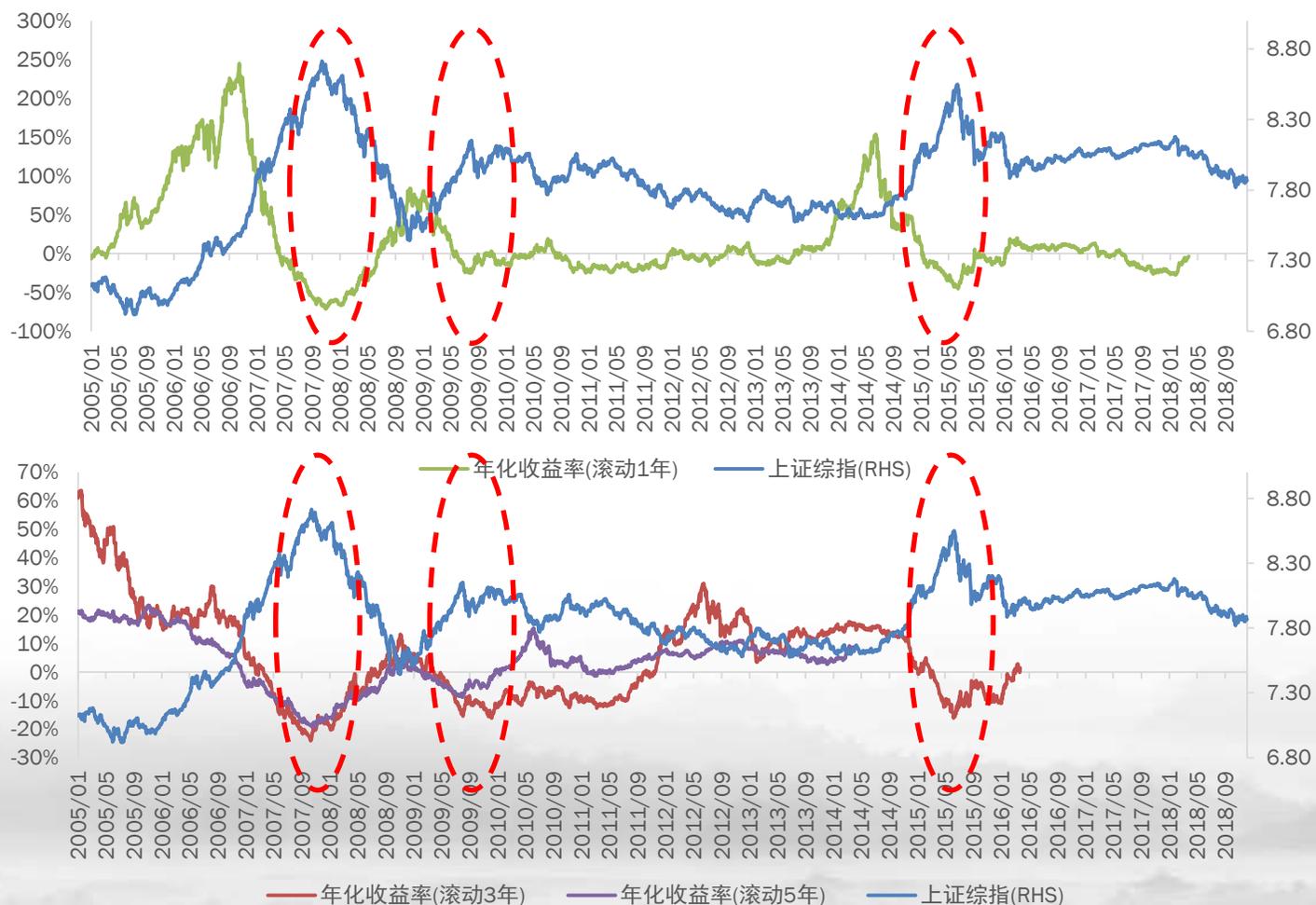
➤ 大量信息充斥市场，投资者难以分辨。



数据来源：嘉合基金，Wind

## 二、为什么要有周期思维

➤ 大量信息充斥市场，投资者难以分辨。



数据来源：嘉合基金，Wind

## 二、为什么要有周期思维

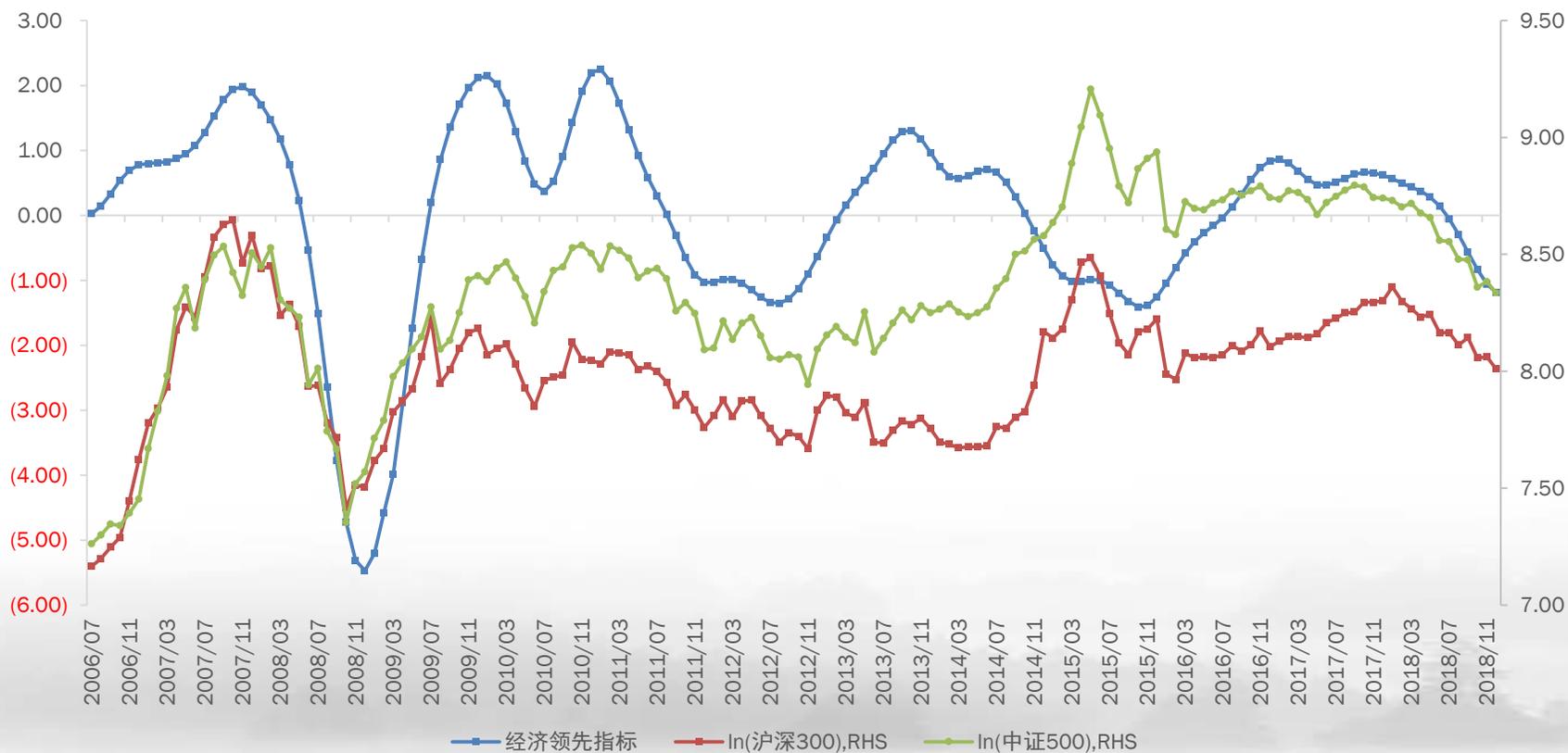
- 发现周期、识别周期的位置有助于我们做出合理的资产配置。
- 我们编制了经济领先指标，以提前识别周期阶段，为资产配置提供决策建议。



数据来源：嘉合基金，Wind

## 二、为什么要有周期思维

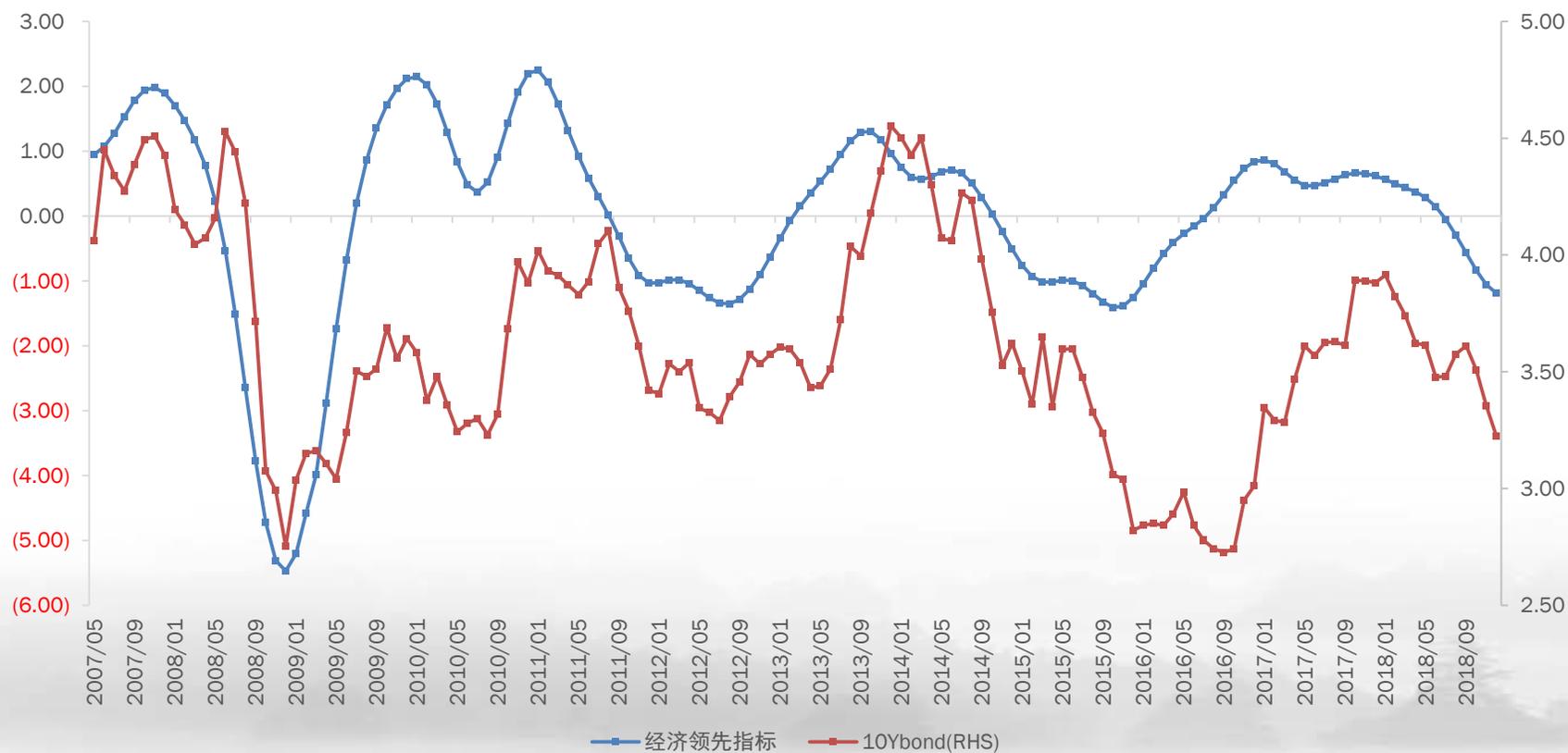
- 普遍的观点是A股与经济没关系，但我们的研究表明：股市确实是经济的晴雨表。



数据来源：嘉合基金，Wind

## 二、为什么要有周期思维

➤ 领先指标不仅对股市有指导意义，对债市也有明显的指导作用。

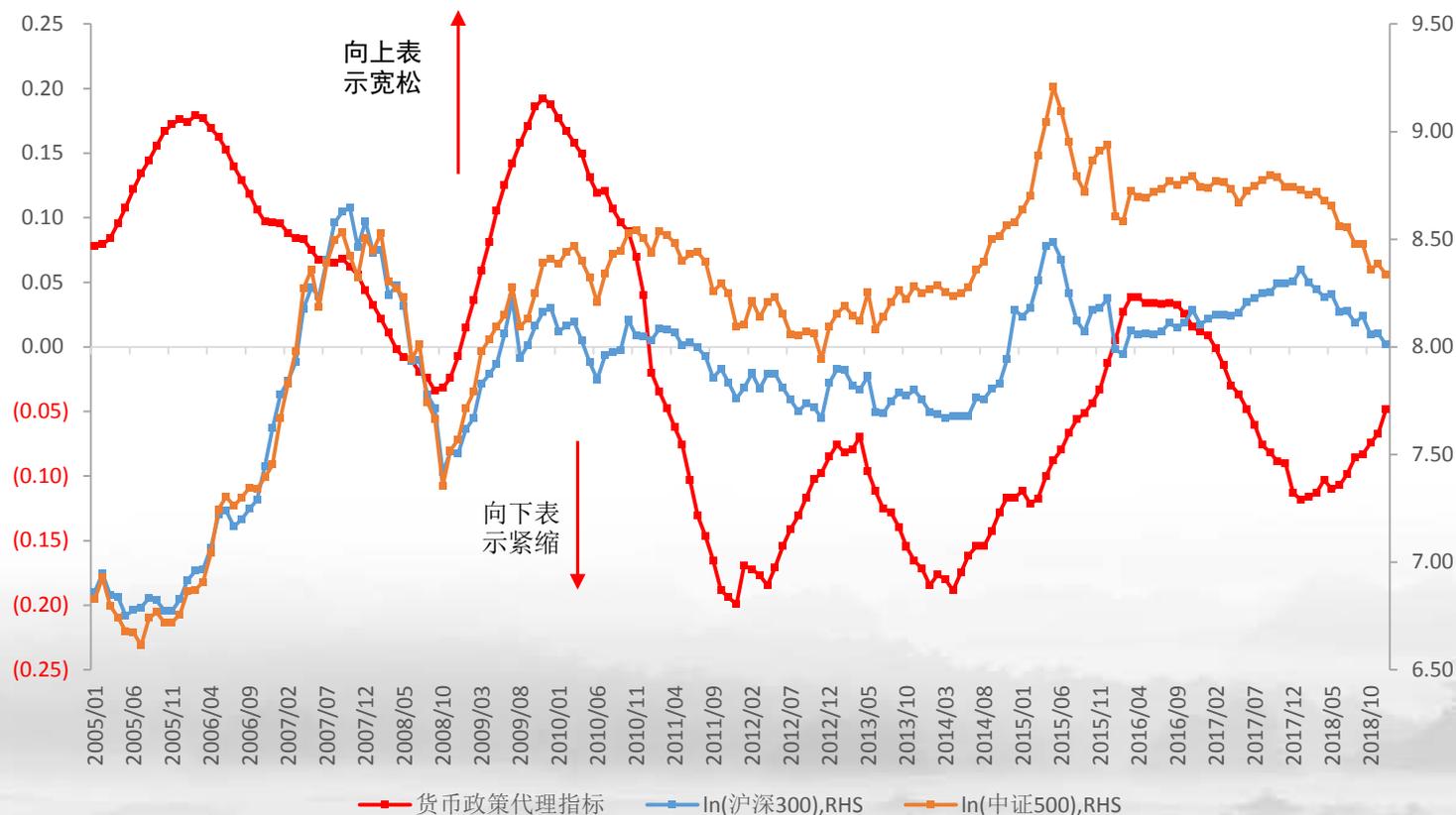


数据来源：嘉合基金，Wind

- 什么是周期
- 为什么要有周期思维
- 投资中面临的三个周期
- 如何应对周期

# 三、投资中面临的三个周期

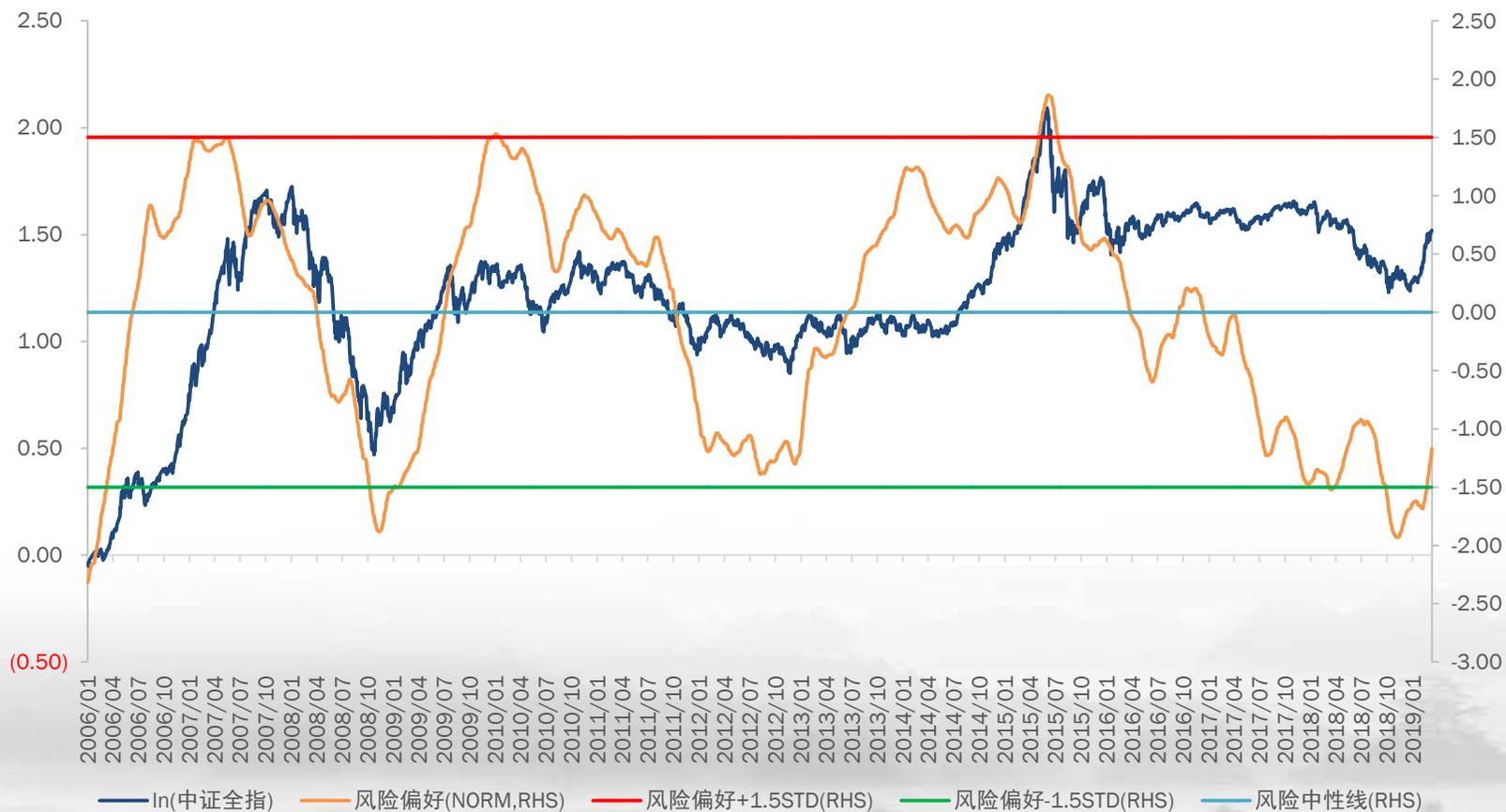
- 投资中除了需要考虑经济周期以外，还有两个周期需要关注。
- 政策周期和情绪周期。



数据来源：嘉合基金，Wind

# 三、投资中面临的三个周期

## ➤ 投资者风险偏好周期。



数据来源：嘉合基金，Wind

# 三、投资中面临的三个周期



➤ 投资者风险偏好周期：大盘股风险偏好



数据来源：嘉合基金，Wind

# 三、投资中面临的三个周期



➤ 投资者风险偏好周期：小盘股风险偏好



数据来源：嘉合基金，Wind

- 什么是周期
- 为什么要有周期思维
- 投资中面临的三个周期
- 如何应对周期

## 四、如何应对周期

- 上述周期直接影响资产定价的三个因素：无风险收益率、盈利以及风险溢价。

$$P = EPS \times PE$$

EPS为每股盈利，  
由经济基本面  
决定

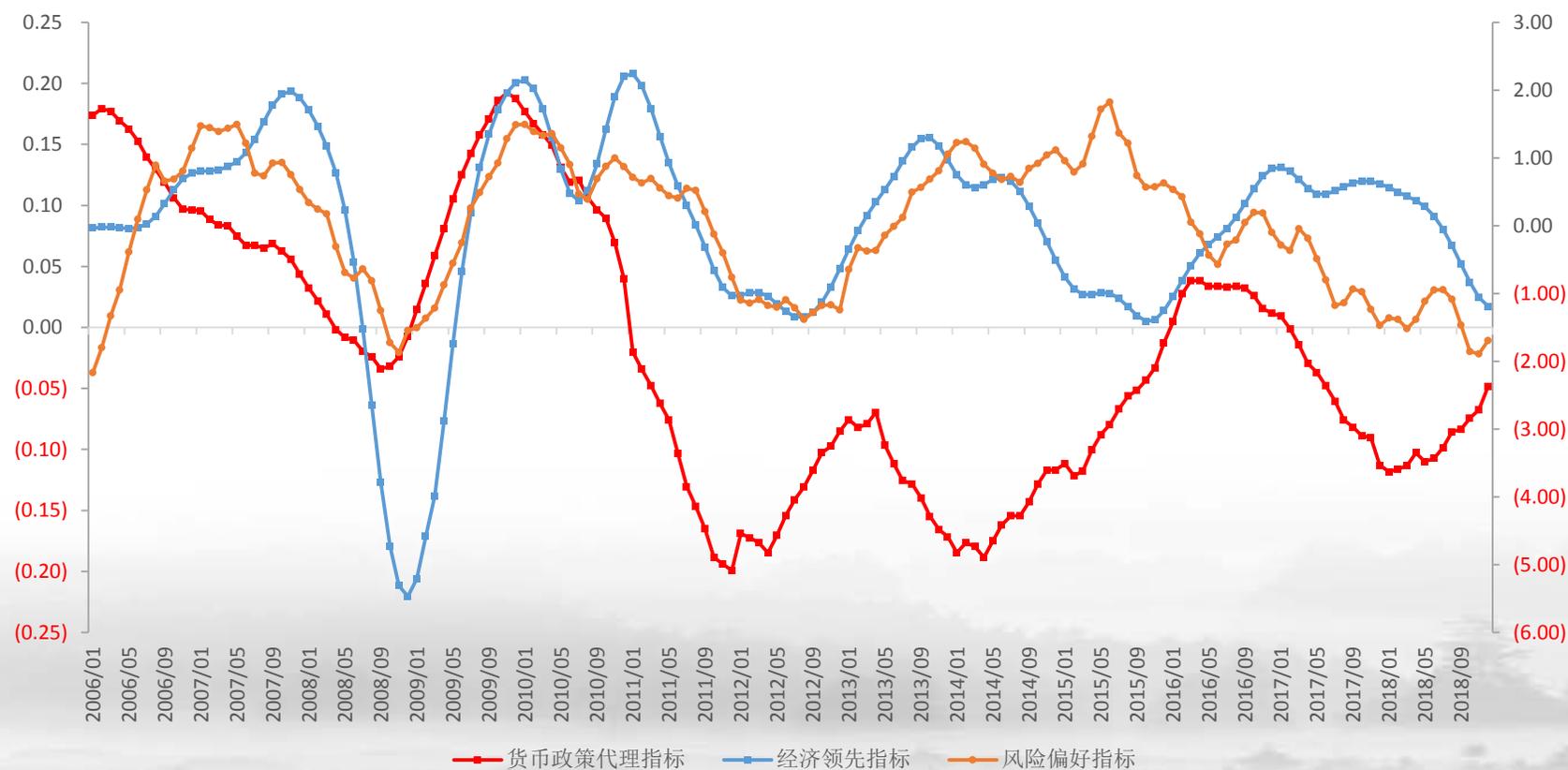
$$PE = \frac{1}{R_f + ERP}$$

$R_f$ 为无风险收  
益率，由货币  
政策决定

ERP为风  
险溢价，  
由投资者  
情绪决定

## 四、如何应对周期

- 投资中需要面对的三个周期相互交织，有时有较强的相关性，有时相关性比较弱，因此在应对这些周期时抓住主要矛盾，找到主导因素就显得尤为重要。



数据来源：嘉合基金，Wind

## 四、如何应对周期

- 识别周期的价值不在于预测，而在于应对。

日期	经济领先指标	货币政策代理指标	风险偏好指标	上证综指	国债净价指数	货币基金
2006/1/31	低点	高点	低点			
2007/5/31	上行	收紧	高点	226.67%		2.73%
2007/12/31	高点	收紧	下行	28.03%	-1.99%	2.37%
2008/9/30	下行	低点	下行	-56.40%	4.73%	2.30%
2008/11/30	下行	放松	低点	-18.42%	4.96%	0.81%
2008/12/31	低点	放松	上行	-2.69%	2.25%	0.42%
2009/11/30	高点	高点	上行	75.49%	-5.51%	1.28%
2010/1/31	高点	收紧	高点	-6.45%	0.06%	0.23%
2010/8/31	上行	收紧	低点	-11.72%	2.32%	0.99%
2010/11/30	上行	收紧	高点	6.87%	-4.93%	0.52%
2011/12/31	下行	低点	低点	-22.01%	3.64%	3.77%
2012/8/31	低点	放松	低点	-6.91%	0.11%	2.78%
2013/4/30	上行	高点	上行	6.37%	-0.46%	2.31%
2013/10/31	高点	收紧	上行	-1.67%	-4.66%	2.00%
2014/4/30	下行	低点	上行	-5.38%	-0.41%	2.44%
2015/6/30	下行	放松	高点	111.08%	5.74%	5.11%
2015/10/31	低点	放松	下行	-20.92%	2.08%	0.93%
2016/4/30	上行	高点	下行	-13.13%	0.99%	1.41%
2017/1/31	高点	收紧	下行	7.52%	-2.36%	1.94%
2018/1/31	下行	低点	下行	10.18%	-3.98%	3.96%
2018/12/31	低点	放松	低点	-28.35%	5.04%	3.16%
2019/3/25				22.02%	0.30%	0.64%

## 四、如何应对周期





THANKS !

# 固定收益类产品介绍及投资策略

姚文辉

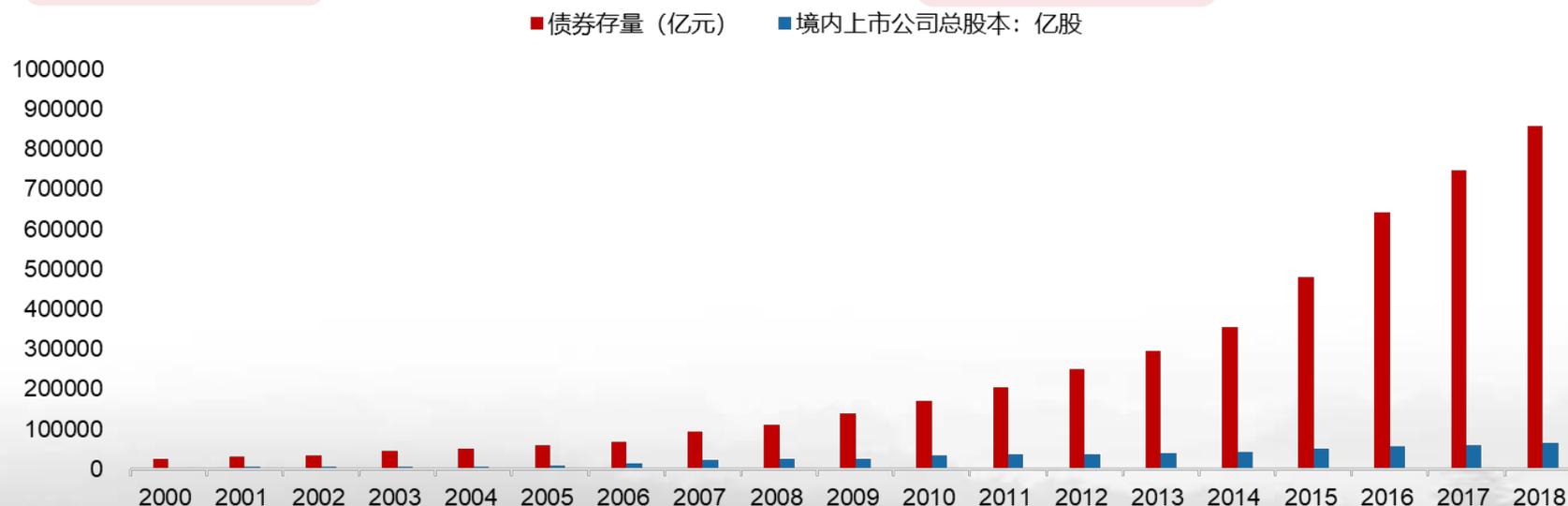
2019年3月



- 1 固定收益市场概况
- 2 固收产品在居民资产配置的作用
- 3 当前是配置固收资产的好时机
- 4 固收产品简介

- 1 固定收益市场概况
- 2 固收产品在居民资产配置的作用
- 3 当前是配置固收资产的好时机
- 4 固收产品简介

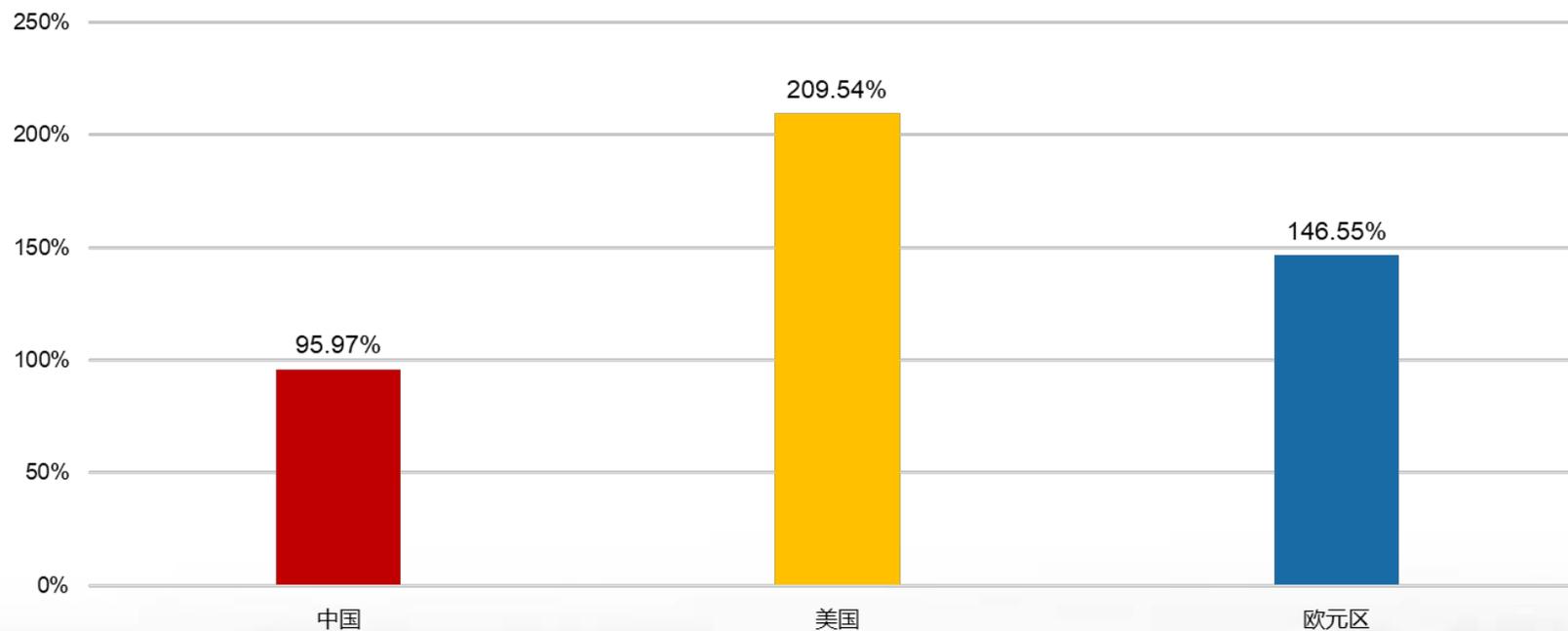
# 中国债券市场发展迅速



截至2018年12月31日，我国债券市场存量债券余额为857394.32亿元，为2000年年末规模的32.36倍，增速远高于同期股票市场（17.15倍）。

# 未来发展空间巨大

## 债券余额/GDP



- 与发达国家相比，我国债券余额占GDP比重偏低，未来发展空间巨大。2018年底，我国仅为96%，欧美国家在140-220%之间。

# 债券基本要素



- 基本要素：票面价值、到期期限、债券利率、发行人名称

债券简称	债券代码	发行人	到期期限 (Y)	票面利率	票面价值 (元)
16中核建 SCP001	011699152	中国核工业建设集团公司	0.33	2.93%	100

- 债券与股票的区别：

	发行主体不同	权利不同	期限不同	收益不同	风险不同
债券	国家、金融机构、企业等	债权凭证	一般有固定的期限	固定收益	较小
股票	股份制企业	所有权凭证	无期限	非固定收益	较大

# 债券品种分类

按照**发行主体的不同**，可以分为政府债券、金融债券和企业债券

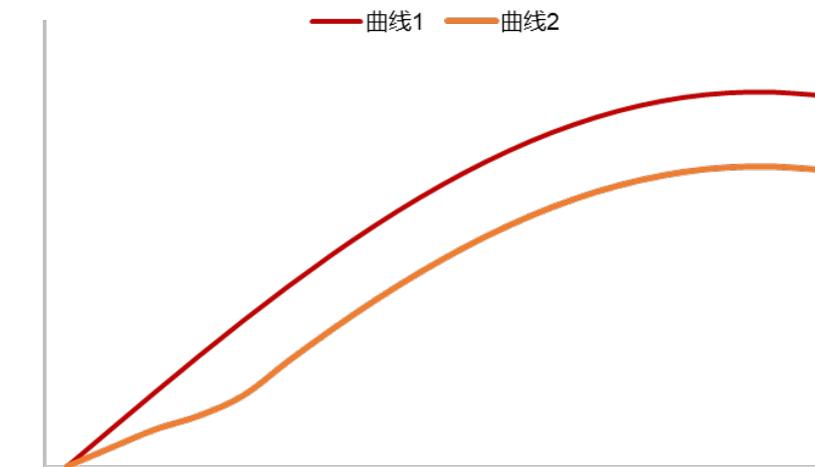
	债券类型	发行人
政府债券	国债	中央政府
	地方政府债	地方政府
	央行票据	人民银行
金融债券	政策性银行债	国开行、进出口、农发展
	商业银行债	各类商业银行
	证券公司债	证券公司
	保险公司债	保险公司
	其他金融机构债	其他金融机构
企业债券	企业债/短期融资债券/中期票据	各类企业
	非金融企业债务融资工具	非金融企业
	公司债	公司制法人
	可转债	各类企业

# 债券投资策略

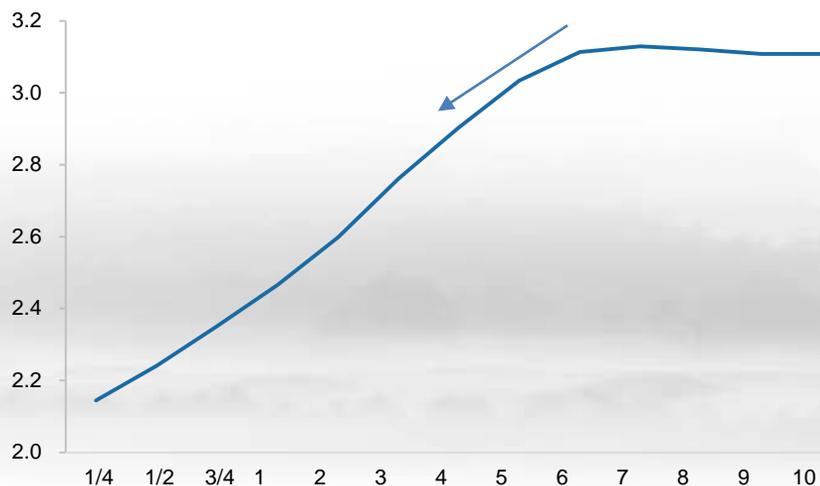
## 久期策略

债券	YTM	收益率变动	净价	净价变动
10年国开债	3.59%	下行1BP	99.1	0.08
	3.60%	基准	99.01	
	3.61%	上行1BP	98.93	-0.08
1年国开债	2.59%	下行1BP	101.65	0.01
	2.60%	基准	101.64	
	2.61%	上行1BP	101.63	-0.01

## 利率期限结构策略



## 骑乘策略

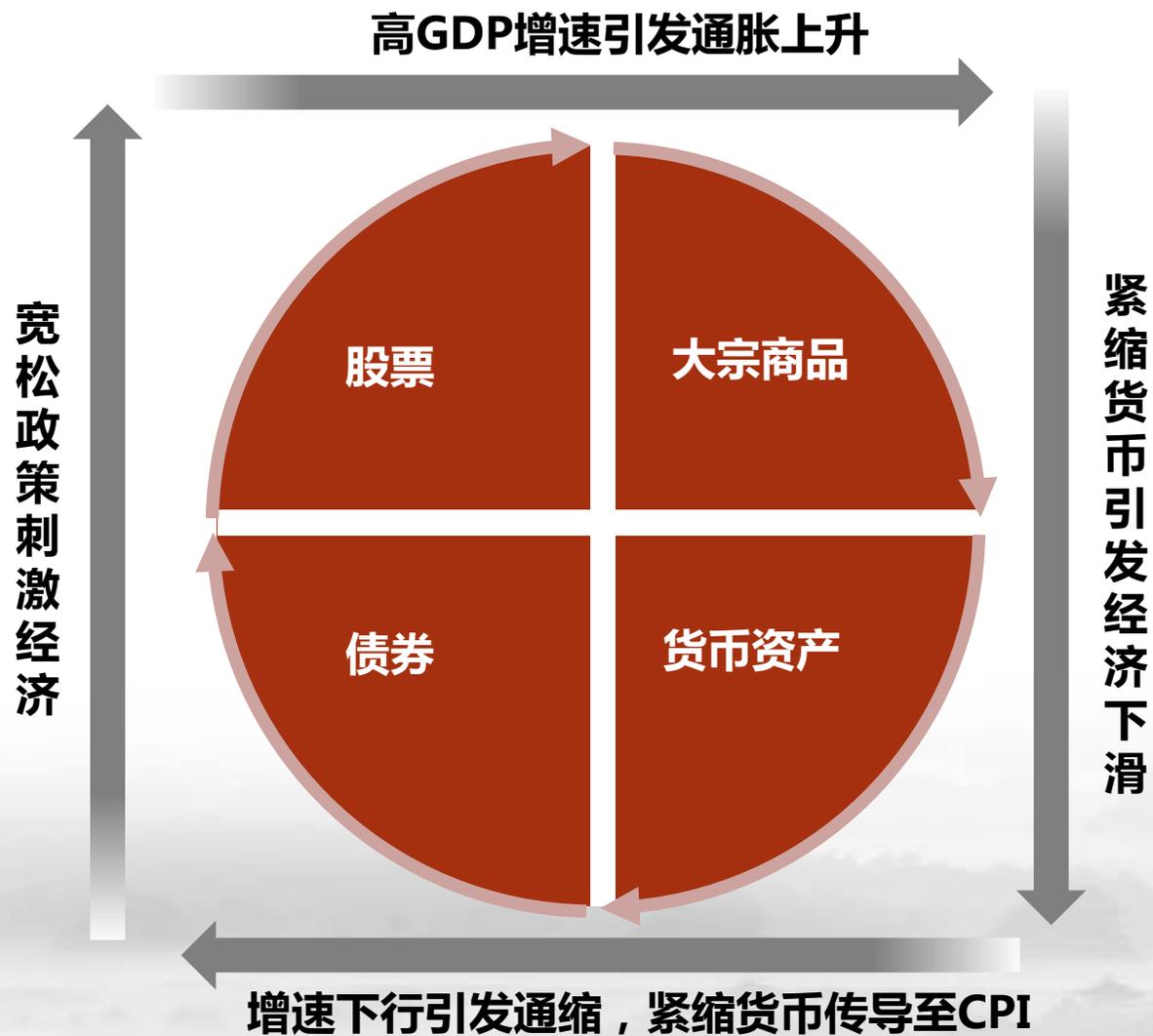


## 信用利差策略



- ① 固定收益市场概况
- ② 固收产品在居民资产配置的作用
- ③ 当前是配置固收资产的好时机
- ④ 固收产品简介

# 大类资产配置理论



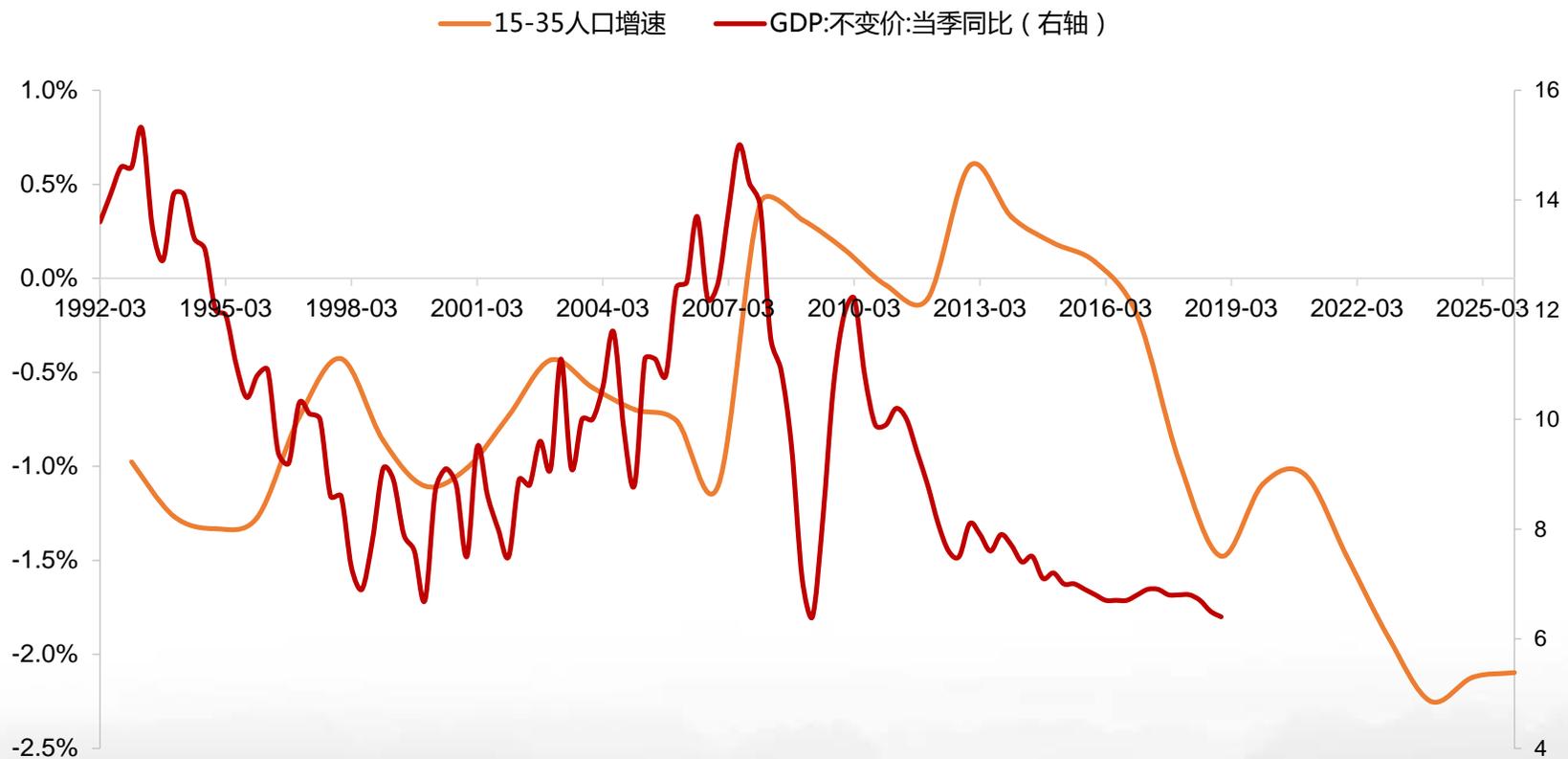
# 中国不同资产在不同经济时期的表现



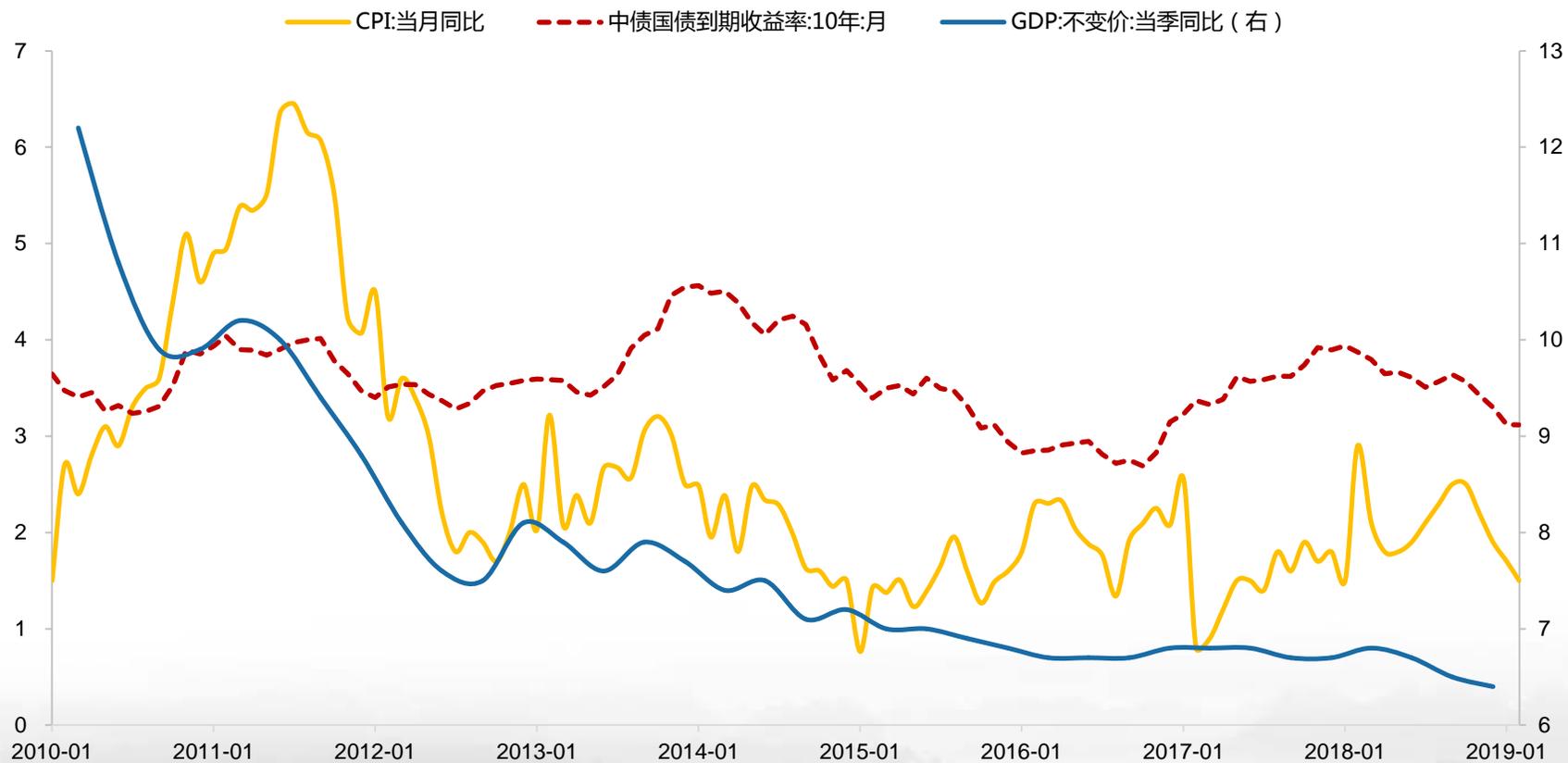
经济状态 资产	衰退	复苏	过热	滞胀
股票	1.03%	4.17%	3.07%	-0.61%
债券	0.63%	0.17%	0.05%	0.30%
商品	-0.56%	0.53%	-0.64%	1.17%
现金	0.30%	0.24%	0.24%	0.27%

注：标红的为该时期表现最优的两类资产，收益率计算的时间区间是2006年3月31日至2018年7月31日

# 中国经济长期趋势向下



# 债券市场长牛格局

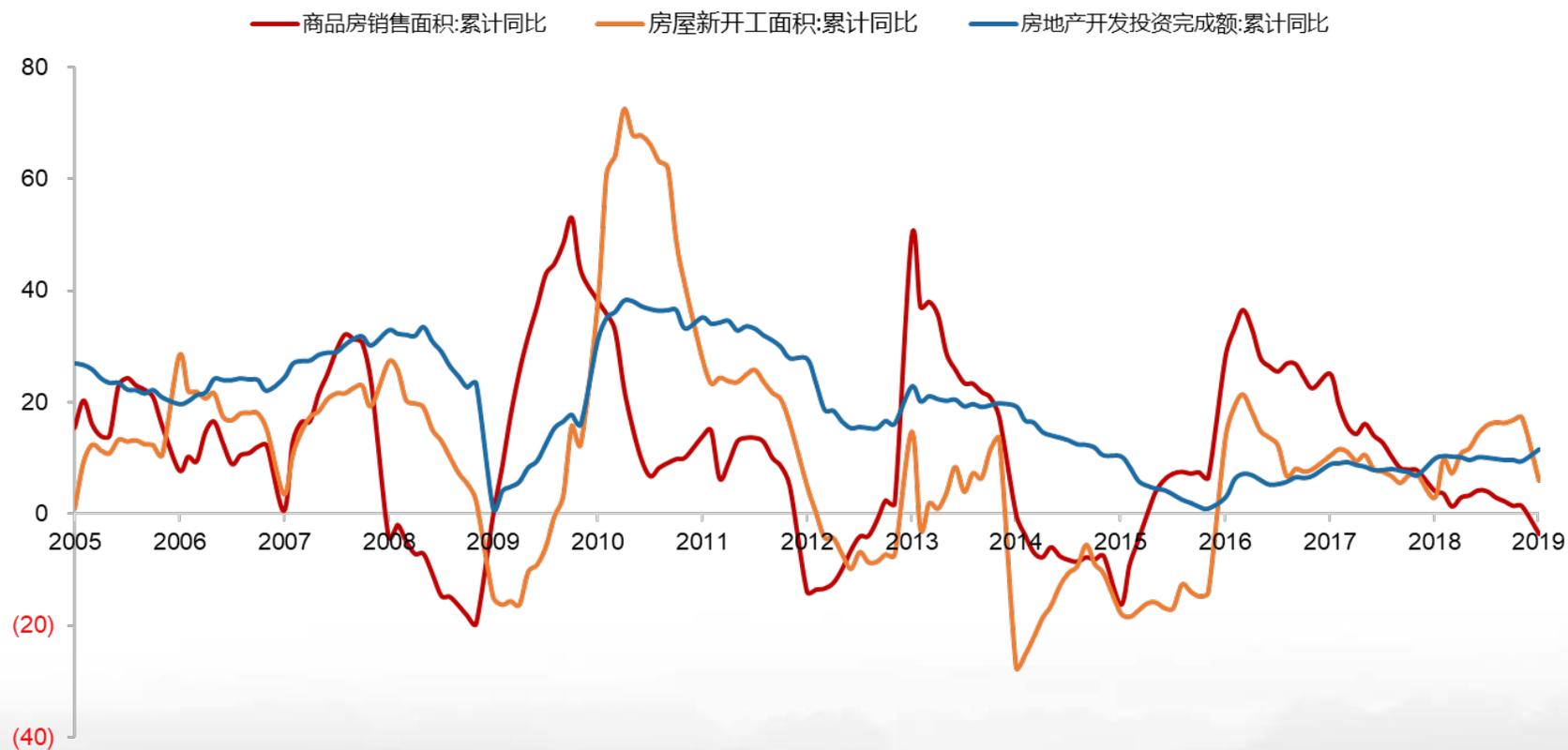


- ① 固定收益市场概况
- ② 固收产品在居民资产配置的作用
- ③ 当前是配置固收资产的好时机
- ④ 固收产品简介

# 经济维稳靠政府



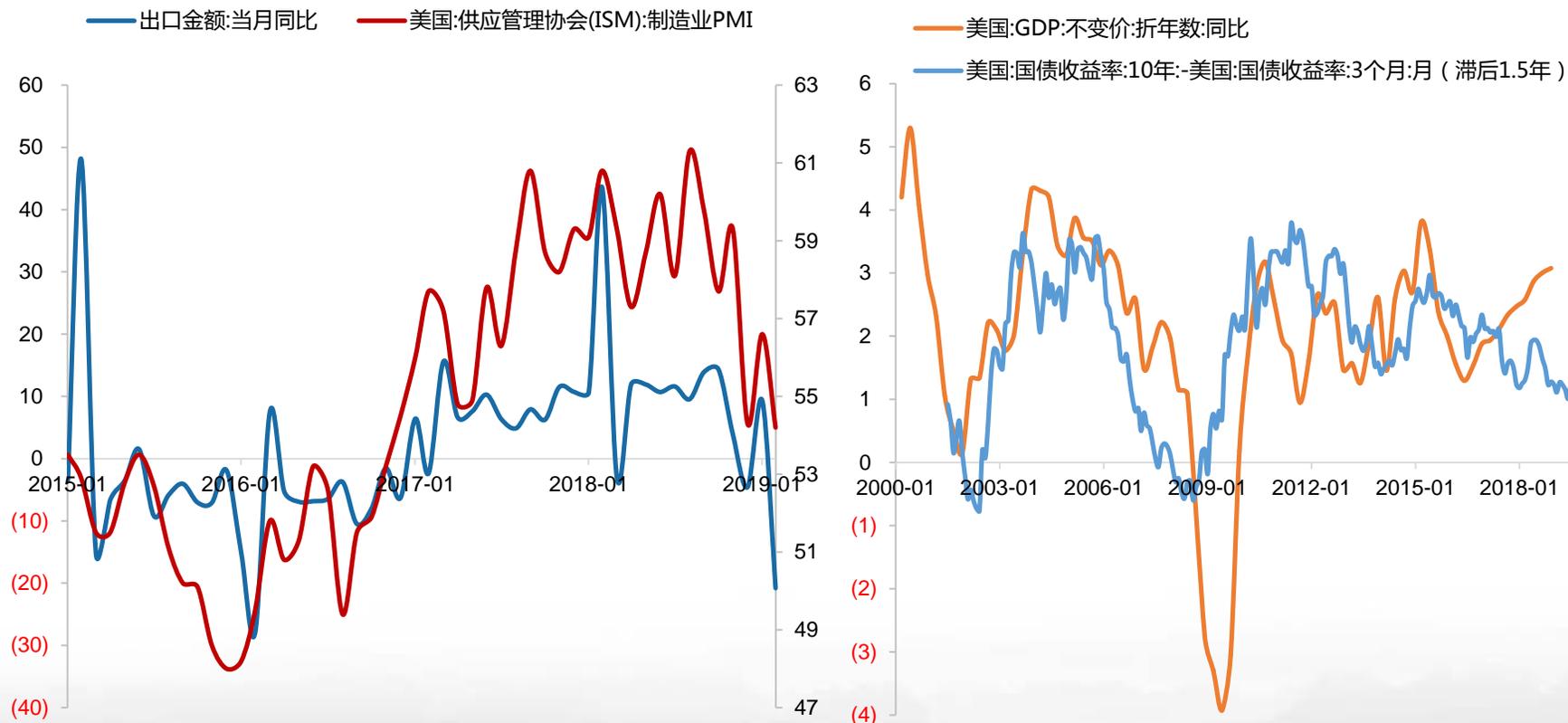
# 地产投资难持续



# 投资下滑拖累消费



# 外需走弱抑制出口



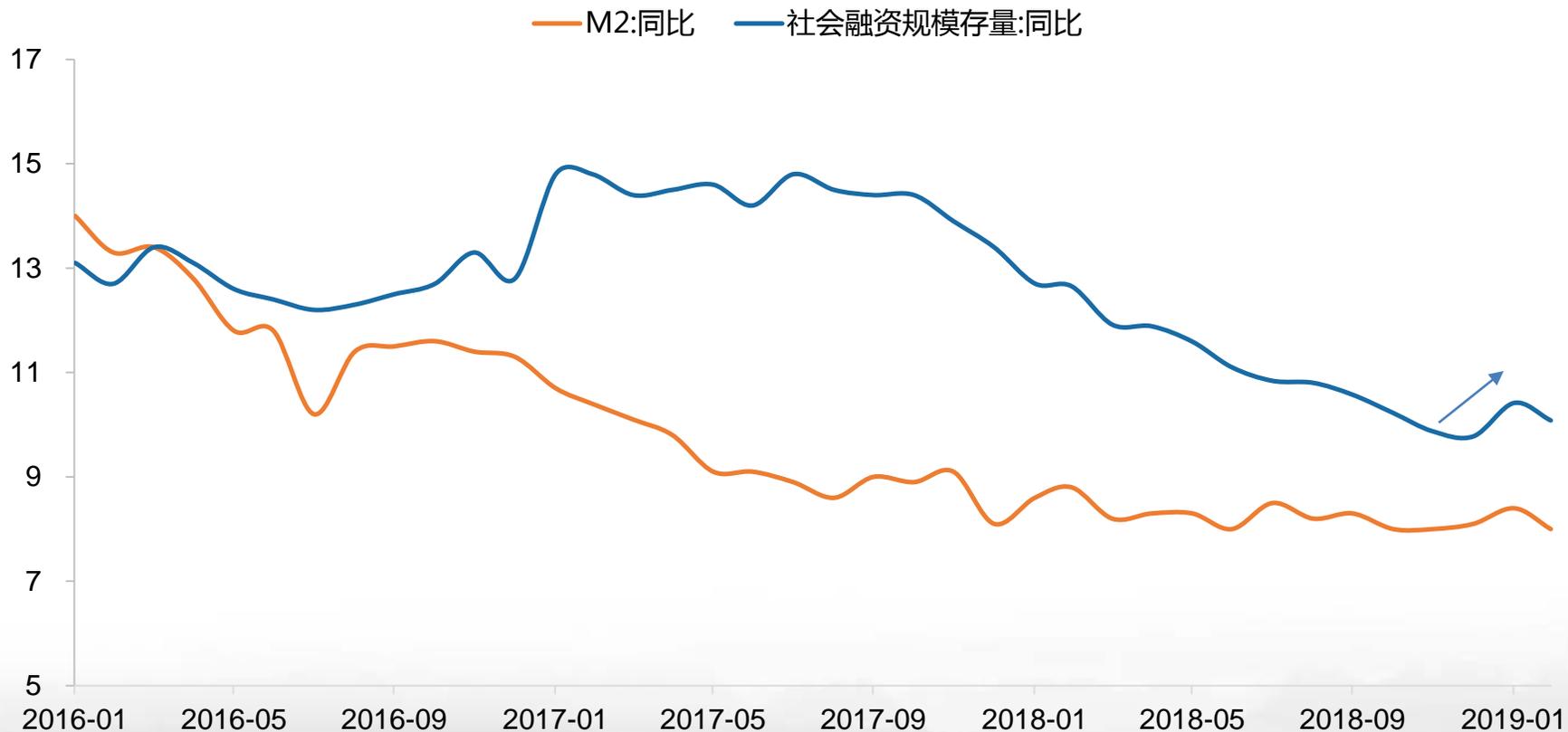
## 2018年3季度

- 稳健的货币政策要保持中性，松紧适度，**把好货币供给总闸门**
- 合理安排工具搭配和操作节奏，**加强前瞻性预调微调**
- 进一步加强宏观审慎管理

## 2018年4季度

- 稳健的货币政策保持松紧适度，**强化逆周期调节**
- 发挥“几家抬”的政策合力，从供需两端共同夯实**疏通货币政策传导的微观基础**
- 加强宏观审慎管理，**推动商业银行多渠道补充资本**

# 货币政策将继续保持宽松



- ① 固定收益市场概况
- ② 固收产品在居民资产配置的作用
- ③ 当前是配置固收资产的好时机
- ④ 固收产品简介

## 各类固收产品特点



产品名称	投资标的	风险	投资门槛	收益
银行理财	债券、票据、信贷资产	低	中	低
货币基金	货币市场工具	低	低	低
债券基金	短融中票、利率债、信用债、可转债	较低	低	较高
信托	信托贷款等	高	高	高
资管计划	类信托产品，主要投资股权、债权、资产收益权	高	高	高



THANKS !