

2018年10月31日

財富管理-投資策略

## 宏觀

### 債務的輪回與啟示 ——從金融週期看歷次危機

加息週期，擔憂重來？今年美聯儲加息節奏加快，美元回升，美債收益率走高，美股接連調整。同時一些新興經濟體貨幣也出現大幅貶值。美元加息與金融危機密切相關的原因在於美元加息會衝擊全球流動性，進而影響以信貸和資產價格波動為主要特徵的金融週期。具體而言，當美聯儲降息，多餘的資金會從美國流入新興經濟體等地區、造成當地信貸擴張、資產價格上漲，進入金融週期的上行階段；反之當美聯儲加息，又會使這些地區面臨金融週期的拐點，導致流動性萎縮、債務違約和資產價格下跌。對於債務問題比較突出的國家，流動性的逆轉會將導致債務違約和資產價格下跌的惡性循環，甚至引發金融危機。美聯儲每次加息的中後期往往會出現金融危機。分析這些危機的形成和演變，有助於分析本輪美國加息對主要經濟體的影響。

金融危機是如何發生的？（1）80年代拉美債務危機：上世紀70年代，石油美元激增和歐美貨幣寬鬆產生的過剩流動性大量流入經濟景氣的拉美，墨西哥、巴西等國外債餘額增速高達30%左右，金融週期上行到頂峰。但拉美國家長期經常賬戶逆差，在美國貨幣政策轉向緊縮之後疊加大宗商品價格下降，拉美債務負擔加重、國際收支惡化、危機爆發、匯率大幅貶值。（2）90年代日本地產泡沫：85年廣場協議簽署後日元快速升值，為對沖其影響，日本開始實施寬鬆政策，美國87年加息後日本繼續維持低利率，85到89年日經225指數上漲了200%，日本城市土地價格上漲了44.5%。隨著整個市場的信貸規模如滾雪球般迅速增加，資產價格泡沫越吹越大，日本也處在了金融週期的頂點。89年末，日本央行政策轉向，最終刺破了資產價格泡沫。（3）98年亞洲金融危機：上世紀80-90年代，東南亞在出口導向型戰略下，一方面採取金融自由化措施，促進引進外資，造成外債高企；另一方面以政府隱形擔保支持銀行信貸的過度擴張，造成了內債高企。這也帶來了東南亞各國經常賬戶持續逆差，股市和房地產資產泡沫膨脹的後果。94年美國貨幣政策轉向，觸發資本回流，同時國際遊資投機攻擊，最終戳破了資產泡沫，引爆匯率危機。（4）08年美國次貸危機：美聯儲的低利率政策催生了美國房地產市場過度繁榮，01-06年居民住房抵押貸款未償債務保持10%以上增速，私人部門杠桿率升至歷史高位，美國進入金融週期頂部。美國在初期未能及時抑制泡沫，到後期加息加快，最終引發了危機。

美元加息加快，如何吸取教訓？回顧歷史可以發現，金融危機的發生往往與債務過快積累有關，這些經濟體早期信貸大規模擴張，金融週期快速上行，形成了巨大的債務負擔和資產泡沫，一旦經濟增長無法維持和償付債務，疊加美元加息、流動性收緊，資產價格泡沫破滅，也就走到了危機的邊緣。因此，考察金融週期有助於辨別本輪美國加息後潛在的風險。據BIS的數據，當前發達經濟體中，美國、英國走出08年危機的影響，正處在金融週期擴張階段，德國和日本的金融週期也在上升；新興經濟體大多在08年危機後開啟了金融週期的快速上行，並在過去兩年見頂。短期外債負擔較重的國家，在今年已經發生了匯率的大幅貶值。我國當前金融週期或已越過頂峰。08年以來，我國經

濟保持較快增速，但也產生了貨幣超發、債務激增的問題。值得肯定的是，過去兩年控制宏觀杠桿率、影子銀行監管、抑制地產泡沫等措施已經放緩了信貸的過快擴張。但這也帶來了經濟下行的壓力。隨著外部流動性持續收緊，此時如果為避免經濟失速而重走大水漫灌和舉債刺激的老路，那麼我們將可能再度面臨高風險。因此，只有減少對舉債的依賴，通過補短板、降稅費、促創新等措施進一步釋放改革紅利，才能真正經受住考驗！

## 金融工程

### 放鬆組合構建中的行業中性約束

行業中性的作用。行業中性是組合風險管理的常見手段。採用行業中性約束後，組合的年化超額收益與主動管理風險都會下降。而風險調整後收益的變化方向取決於超額收益與跟蹤誤差的變化幅度。相比而言，行業中性約束在滬深300增強策略中具有更好的效果。

行業收益的風險特徵。並非所有行業都具有顯著的風險特徵。實證研究發現，計算機、國防軍工、煤炭、非銀行金融等行業具有更加明顯的風險特徵，在組合風險管理時需要加以控制；而對其他風險特徵不顯著的行業進行中性化約束並不是必要的。

放鬆行業中性約束。放鬆行業中性約束，可以重新拾取在行業中性下丟失的行業因子差異；行業收益的風險特徵具有延續性，過去一段時間具有明顯風險特徵的行業，更有可能顯著影響股票截面收益。因此，動態行業中性約束可以進一步提升指數增強組合的風險調整後收益。

疊加行業輪動策略。通過行業排序因子將行業輪動策略疊加到多因子模型中，可以提升收益預測模型的精度；使用行業偏離閾值或者動態行業中性，可以將引入行業排序信息的收益預測模型應用於指數增強策略之中。研究發現，採用動態行業中性方法，可以大幅提高指數增強的年化超額收益。風險提示：歷史統計規律失效。

### 海外波動影響弱化，A 股反彈一波三折

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為-10.20%，相對前一周（-9.81%）繼續下降，低於-3%的閾值，市場處於下跌市，指數低於20日均線。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（-1.06）小幅下降，一周均值為-1.18，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平1.18倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率震盪上升，週五為0.79，高於前一周（0.71），投資者對上證50ETF短期走勢仍然樂觀。漲停板封板率全周均值為57%，賺錢效應高於前一周（53%）。上證綜指和Wind全A五日平均換手率分別為0.53%和0.79%，處於2005年以來的26.9%和30.2%分位點，交易活躍度相對前期大幅提升。從宏觀因子上看，1. 9月規模以上工業企業實現利潤總額5455億元，同比增長4.1%，增速比8月份放緩5.1個百分點。2. 中國三季度GDP同比增長6.5%，前值6.7%。9月規模以上工業增加值同比增長

5.8%，前值6.1%，經濟下行壓力加大。3. 9月CPI同比小幅上行至2.5%，PPI同比回落至3.6%，PPI-CPI剪刀差收斂，下游企業利潤或將改善。4. 上周美元中間價再度上漲0.18%，突破6.95，距離2017年初的高點僅一步之遙。

日曆效應上，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在十一月的上漲概率為62%、54%、69%和63%，漲幅均值為1.19%、1.54%、2.16%和1.88%，漲幅中位數為1.86%、0.91%、2.07%和2.44%，中證500和創業板指表現較好。

事件驅動上，1. 繼10月19日國務院、央行、銀保監會、證監會多位領導集體發聲穩定市場信心之後，央行、銀保監會、證監會、基金業協會、證券業協會及地方政府陸續出臺利好政策，“政策底”得到初步確認。雖然從歷史經驗來看，市場底與政策底之間存在時滯，但市場底出現後的向上空間遠大於政策底出現後的向下空間。2. 央行副行長、國家外匯局局長潘功勝談及人民幣匯率近期走勢時表示，中國有基礎、有能力、有信心保持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定，並將繼續積極採取宏觀審慎政策等措施來穩定外匯市場預期。3. 美股三大指數再次大跌，跌幅分別為2.97%、3.94%和3.78%，VIX指數小幅上升至24.16，美股下跌對A股的影響有所減弱。從歷史經驗來看，當A股自身估值處於底部，同時受到政策支撐時，可以擺脫美股影響。4. 證監會10月26日核發2家IPO批文，籌資金額14億元，高於前一周的1家5億元。5. 上周流動性轉松，上交所七天回購利率小幅下行7BP。

風險提示：市場系統性風險、海外市場波動風險、模型誤設風險。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第571章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，僱員或代理人在法律上均不負責任人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分

析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及 / 或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。