

## 季末资产再平衡效应？

——宏观经济周度观察

投资周报

月末又逢季末，资产再平衡效应（portfolio rebalancing）强势来袭？多数投资模型运用的是整月或整季度数据，并在月末、季末对投资收益、资产结构作评估。这就导致了市场传闻月末或季末投资者进行资产再平衡。一季度美国股市大涨债市大跌，单看3月美国股市仍整体上涨债市大跌，资产再平衡的季末效应叠加月末效应，会将资金从股市引到债市？

不能否认确实存在一些投资者会进行资产再平衡配置。比如，挪威石油基金、日本政府养老基金、美国养老金计划。但这是否足以引起资产价格波动呢？如果存在资产再平衡，那么季末五日的股指变化应该大概率是整个季度的股指变化相反。我们设计了一个资产再平衡指标，资产再平衡指数=SP500季末五日变化率/SP500季度变化率，负值代表存在资产再平衡效应，正值代表不存在，指数越小代表资产再平衡效应越强。整体来看，并不存在明确的资产再平衡效应。次贷危机至2016年上半年资产再平衡效应不明显。2016年之后资产再平衡效应增强，但也不是一直存在。资产再平衡效应比较强的是2018年。2020年下半年之后，资产再平衡效应又变弱。

此外，一些以资产再平衡为特征的基金也不是严格在月末、季末才进行再平衡，而是根据市场行情，随时调整权重。因此，估计月末、季末再平衡资金的规模是无意义的，也是估不准的。

随时可触发的资产再平衡效应如何？实际上很多时候出现的股债跷跷板，就足以说明资产再平衡不是市场波动的主导因素。退一步说，一个现象到另一个现象有很多传导机制，即使某个时间点出现股债双杀、股债双牛，也很难认定是资产再平衡的作用。对此，我们借用严谨的学术研究成果。

采用基金层次数据，研究美国、欧洲、日本量化宽松的论文普遍认为，不存在跨股债类别再平衡，但是债券之间存在再平衡。量化宽松时，美联储从基金手中购债，降低了基金的久期及风险，基金为了匹配原来的久期及风险，会增加持有长久期及风险高一些的信用债券，而不是购买股票。甚至很多基金只是重新买回被美联储购入的债券，比如长期国债。量化宽松对股价的影响，更多的是通过信号效应、估值效应，而非资产再平衡效应。

本轮经济周期受疫情节奏支配。随着疫苗接种的扩大，加上财政刺激的落地，美国经济修复加快。受财政刺激以及经济主体动物性过度乐观精神的影响，长端利率以及短期自然利率都会出现超调，待财政刺激消退，它们又会回归长期趋势。政策利率变化需要考虑到财政刺激消退后的长期趋势。不过，何时缩减量化宽松规模，是可以讨论的。政策利率在向长期趋势收敛的过程中，对资本市场的影响，可能仍是信号、估值效应而不是资产再平衡效应占主导。

### ● 风险提示：资产价格的影响因素很多

#### 刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

#### 邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

#### 相关报告

- 投资周报：几种测算合意美债利率的方法  
2021-3-21
- 投资周报：一个分析通胀的新凯恩斯框架  
2021-3-14
- 投资周报：务实的政府工作报告  
2021-3-7
- 投资周报：当TGA缩减遇到SLR收紧  
2021-2-28
- 投资周报：“就地过年”的时空转移经济效应  
2021-2-21
- 投资周报：重回焦点的外汇占款  
2021-2-7
- 投资周报：流动性的逻辑  
2021-1-31
- 投资周报：“就地过年”加速生产同比扩张  
2021-1-24
- 投资周报：全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？  
2021-1-17
- 投资周报：零利率约束下的美国财政刺激  
2021-1-10
- 投资周报：美国股债关系的演化  
2021-1-3

## 目 录

1、 季末资产再平衡效应? .....	3
2、 国内高频数据观察.....	6
2.1、 生产指标下滑 .....	6
2.2、 商品房销量上升 .....	6
2.3、 猪肉价格下降 .....	7
2.4、 货币市场利率上行 .....	8
2.5、 人民币汇率贬值 .....	8

## 图表目录

图 1: 资产再平衡效应不明显 .....	3
图 2: 长期自然利率、短期自然利率与政策利率 .....	4
图 3: 次贷危机后股债收益率正相关 .....	5
图 4: 美元周期影响新兴市场信用周期 .....	5
图 5: 高炉开工率下滑 .....	6
图 6: 商品房周销量回升 .....	7
图 7: 猪肉价格下降 .....	7
图 8: 货币市场利率上行 .....	8
图 9: 人民币汇率贬值 .....	8

## 1、季末资产再平衡效应？

月末又逢季末，资产再平衡效应（portfolio rebalancing）强势来袭？

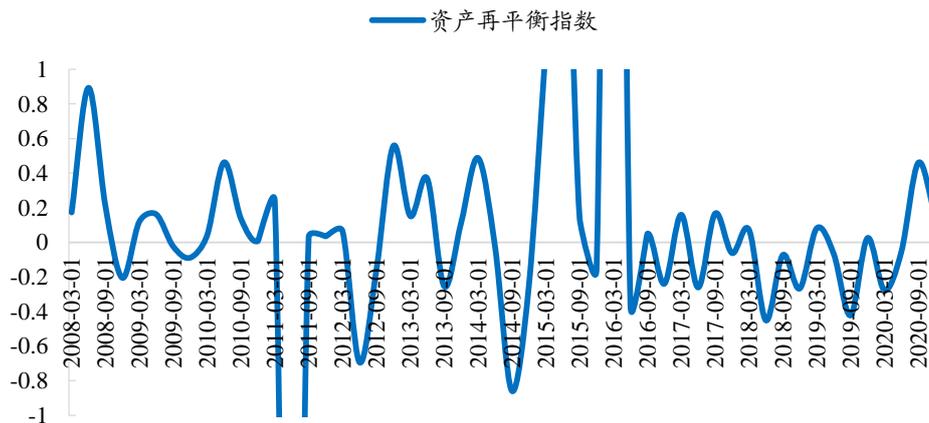
这里的资产再平衡，不是指广义的调整资产结构，而是特指根据风险平价、固定权重等原则，定期、不定期地重新配置资产。举个简单的例子，根据股债 60/40，当股票价格上涨、债券价格下降，股债>60/40，此时应减少股票持仓，增加债券购买，以恢复股债 60/40，这会导致股票价格下降、债券价格上涨。

多数投资模型运用的是整月或整季度数据，并在月末、季末对投资收益、资产结构作评估。这就导致了市场传闻月末或季末投资者进行资产再平衡。一季度美国股市大涨债市大跌，单看 3 月美国股市仍整体上涨债市大跌，资产再平衡的季末效应叠加月末效应，会将资金从股市引到债市？

不能否认确实存在一些投资者会进行资产再平衡配置。比如，挪威石油基金、日本政府养老基金、美国养老金计划。但这是否足以引起资产价格波动呢？如果存在资产再平衡，季末五日的股指变化应该大概率是整个季度的股指变化相反。我们设计了一个资产再平衡指标，资产再平衡指数=SP500 季末五日变化率/SP500 季度变化率，负值代表存在资产再平衡效应，正值代表不存在，指数越小代表资产再平衡效应越强。整体来看，并不存在明确的资产再平衡效应。次贷危机至 2016 年上半年资产再平衡效应不明显。2016 年之后资产再平衡效应增强，但也不是一直存在。资产再平衡效应比较强的是 2018 年。2020 年下半年之后，资产再平衡效应又变弱。

此外，一些以资产再平衡为特征的基金并不是严格在月末、季末才进行再平衡，而是根据市场行情，随时调整权重。因此，估计月末、季末再平衡资金的规模是无意义的，也是估不准的。

图1：资产再平衡效应不明显



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：资产再平衡指数=SP500 季末五日变化率/SP500 季度变化率，指数越小代表资产再平衡效应越强。

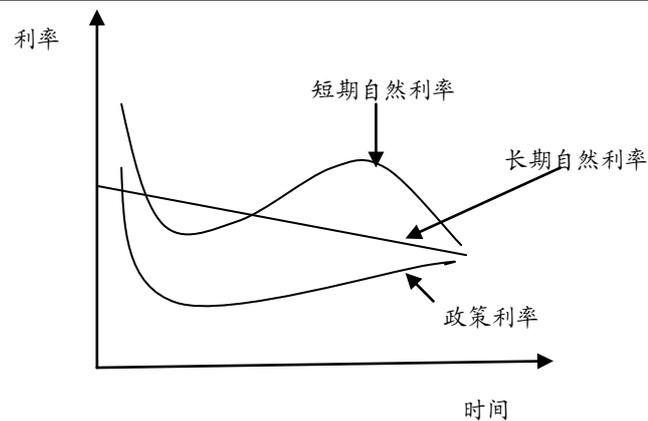
随时可触发的资产再平衡效应如何？实际上很多时候出现的股债跷跷板，就足以说明资产再平衡不是市场波动的主导因素。退一步说，一个现象到另一个现象有很多传导机制，即使某个时间点出现股债双杀、股债双牛，也很难认定是资产再平

衡的作用。对此，我们借用严谨的学术研究成果。

采用基金层次数据，研究美国、欧洲、日本量化宽松的论文普遍认为，不存在跨股债类别再平衡，但是债券之间存在再平衡。量化宽松时，美联储从基金手中购债，降低了基金的久期及风险，基金为了匹配原来的久期及风险，会增加持有长久期及风险高一些的信用债券，而不是购买股票。甚至很多基金只是重新在市场上买回被美联储购入的债券，比如长期国债。量化宽松对股价的影响，更多的是通过信号效应、估值效应，而非资产再平衡效应。这也意味着量化宽松退出时，资产再平衡应该也不起主导作用。

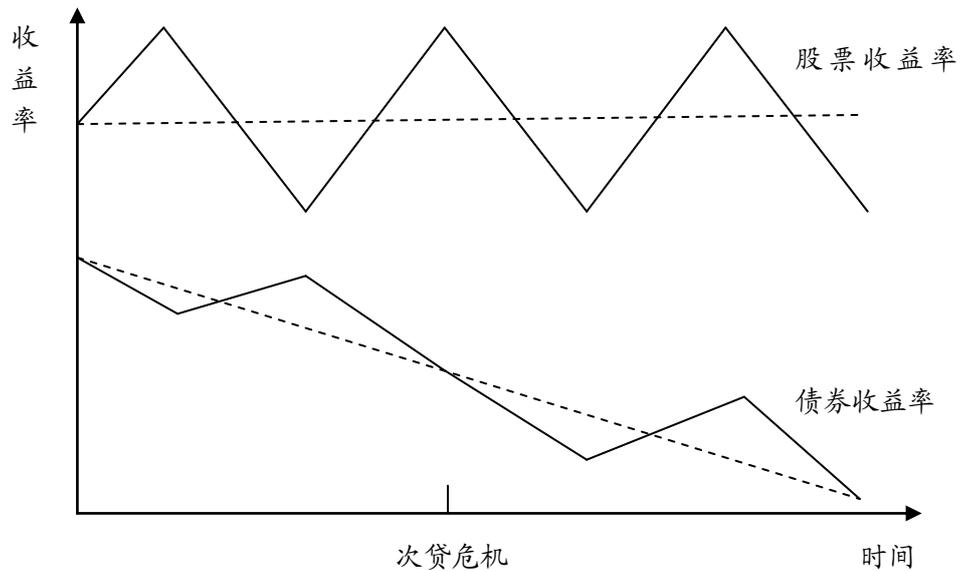
本轮经济周期受疫情节奏支配。随着疫苗接种的扩大，加上财政刺激，美国经济修复加快。受财政刺激以及经济主体动物性过度乐观精神的影响，长端债券利率以及短期自然利率都会出现超调，待财政刺激消退，它们又会回归长期自然利率趋势。政策利率变化需要考虑到财政刺激消退后的长期趋势。不过，何时缩减量化宽松规模，是可以讨论的。政策利率在向长期趋势收敛的过程中，对资本市场的影响，可能仍是信号、估值效应而不是资产再平衡效应占主导。

**图2：长期自然利率、短期自然利率与政策利率**



资料来源：新时代证券研究所

次贷危机之后，需求冲击的影响增强，股票收益率和债券收益率的关系变得更加正相关。次贷危机后债券收益率的上升没有对股市产生大的威胁。这一次美股对美债利率上升的反应比较大，原因可能在于“恐高”，相比次贷危机后，当前美国PE要高一些，股债比要小一些。长期来看，由于K形社会企业垄断租金的增加，合理的PE是不断上升的，不存在必然的PE均值回归。不确定性在于，PE合理的上升幅度是多少。

**图3: 次贷危机后股债收益率正相关**

资料来源: 新时代证券研究所

抛开资产再平衡的严格定义,投资者还会根据美元周期进行全球资产配置,也就是说存在广义的全球资产再平衡效应。美元可以通过贸易等实体经济渠道,也可以通过金融渠道影响全球经济、金融市场。美元升值时,首先,新兴市场偿债压力增加,自身主动收缩信贷;其次,新兴市场债务风险上升,跨国银行出于防范风险收缩信贷;再次,新兴市场汇率风险增加,货币政策收紧,导致信贷收缩。这些最终导致美元周期和全球信用周期密切相关。

当然,中国经济体量大、经济结构健康、政府调控能力强,中国信用周期受美元的制约较小,具有相对的独立性。

**图4: 美元周期影响新兴市场信用周期**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

参考文献:

Carpenter S B, Demiralp S, Ihrig J E, et al. Analyzing Federal Reserve Asset Purchases: From Whom Does the Fed Buy?[J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 52(1):230-244.

Joyce M A S, Liu Z, Tonks I. Institutional Investors and the QE Portfolio Balance Channel[J]. Journal of Money Credit & Banking, 2017, 49(6):1225-1246.

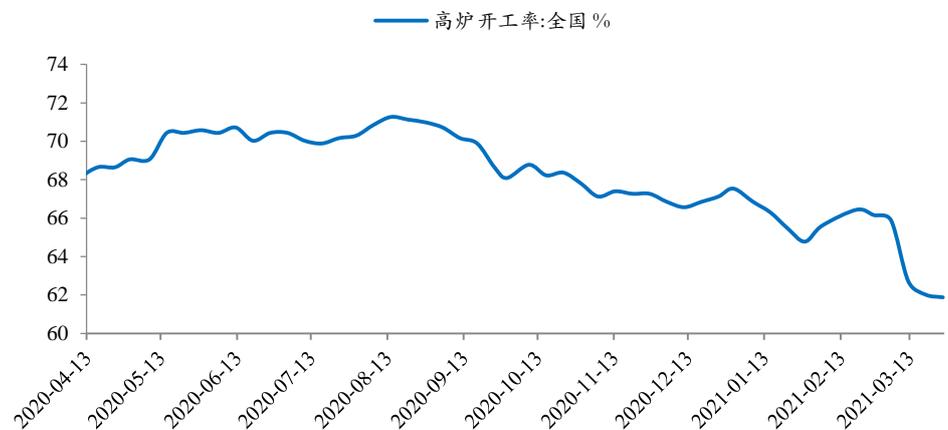
Koijen R, Koulischer F, Nguyen B, et al. Euro-Area Quantitative Easing and Portfolio Rebalancing[J]. American Economic Review: Papers & Proceedings, 2017, 107(5):621-627.

## 2、国内高频数据观察

### 2.1、生产指标下滑

上周,受碳中和影响,高炉开工率继续下滑 0.54 个百分点至 61.88%,全国 100 家焦化企业开工率下滑 0.5 个百分点至 71.12%。不过,汽车全钢胎与半钢胎开工率分别上升 0.34、0.35 个百分点至 78.03%、73.36%。

图5: 高炉开工率下滑



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 2.2、商品房销量上升

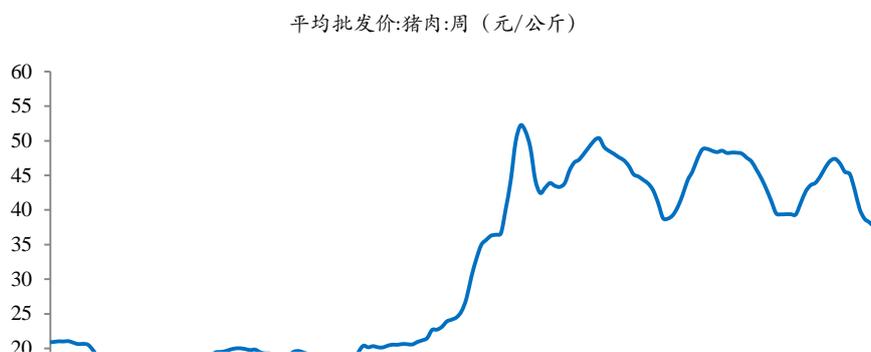
上周,30 大中城市商品房周成交面积为 59.59 万平方米(前一周六至周五为计算周期),较前一周 57.68 万平方米有所上升。从同比数据来看,30 大中城市商品房周成交面积同比上涨 56.6%,其中一二三线城市分别同比增长 96.31%、102.13%、0.76%。

**图6: 商品房周销量回升**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所; 注: 前一周六至当周五为周计算周期

### 2.3、猪肉价格下降

上周, 28种重点监测蔬菜价格环比下降2.13%, 7种重点监测水果价格环比下降0.76%, 猪肉批发价环比下降2.16%。WTI原油价格环比下降0.73%, 布油价格环比上升0.06%。

**图7: 猪肉价格下降**

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\\_18750](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18750)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>