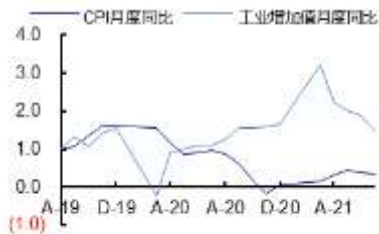


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	10.30
社零总额当月同比	8.50
出口当月同比	19.30
M2	8.30

相关研究报告:

《国信证券-宏观固收专题:风险平价简明框架》——2021-08-09
 《国信证券-宏观固收专题:金融数据的“冷知识”和“热话题”》——2021-08-12
 《国信证券-宏观专题:破六合、观四象:探寻至简配置奥义》——2021-07-26
 《国信证券-宏观固收专题-以人为鉴,两代债王如何博弈四十年货币政策》——2021-08-12
 《国信证券-宏观固收专题:俭以养“德”(一) 内源融资企业与金融的平衡木》——2021-08-19

证券分析师:王开

电话: 021-60933132
 E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030001

证券分析师:董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

联系人:王艺霖

电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

宏观专题

大类资产“元素”周期表

● 定性角度观测大类资产“元素”周期表

首先,我们将国内大类资产划分为8种类别,每个大类中包括5-7中定性观测流动性和风险分布。横向上,以定性的方法从左到右按照流动性从高到低排列。理论上来说,流动性由高到低依次为:现金>固定收益>权益/衍生品>地产>商品>基建相关>另类投资。这一趋势映射出流动性从金融资产到实物资产逐渐降低,周期表内最左侧的资产基本可以看作是现金等价物,而最右侧的资产折现时可能面临一定的资金损失。

● 如何量化流动性和风险-回报指标

接下来,我们以定量的视角对风险-收益比和流动性进行测算,首先需要确定使用何种指标能够有效地衡量资产的这两个性质。资产种类、资产特征、市场结构和交易结构等多种因素会导致不同市场流动性衡量的特性。考虑到便于跨资产类别横向比较以及各资产历史数据的可获得性,我们选择了月换手率(月成交金额除以当月存量规模)作为衡量流动性水平的统一指标,异于股票和商品期货传统的换手率计算方法(前者为成交量除以流通股本,后者为成交量除以持仓量)。其次,风险度量方面,可以选择资产收益率的方差、标准差和标准离差率等指标,但为了对资产的收益和风险进行综合考量,我们选择测算夏普比率。

● 定量视角编制大类资产“元素”周期表

最后,我们根据夏普率和换手率的测算结果来汇总成定量的大类资产“元素”周期表。横向排列的依据为流动性由高至低,流动性由组内月换手率均值衡量。现金资产不具备换手率的概念,我们将其排在首列,接着依次为衍生品、商品、美元、股票、债券、另类资产。纵向排列的依据为夏普比率由高至低。另外,在每个方格内绘制了存量规模走势,需要注意的是由于各走势图的纵坐标设置并不相同,走势图的绝对水平不可用于资产之间的比较,只适合追溯该类资产随时间推移,可交易规模的变迁。通过“元素”周期表可以清晰、直观地观测到各类资产类别内部、跨资产之间的投资性价比、市场流动性的分布,以及可投资规模的动态变迁。

内容目录

一、定性角度编制大类资产“元素”周期表	4
二、定量角度编制大类资产“元素”周期表	5
(一) 确定流动性、风险程度的衡量方法	5
(二) 用于计算夏普比率的底层指标选取	5
(三) 换手率计算的要点	6
(四) 元素周期表排列方式	7
附录：南华指数的成分构成	8
国信证券投资评级	1
分析师承诺	1
风险提示	1
证券投资咨询业务的说明	1

图表目录

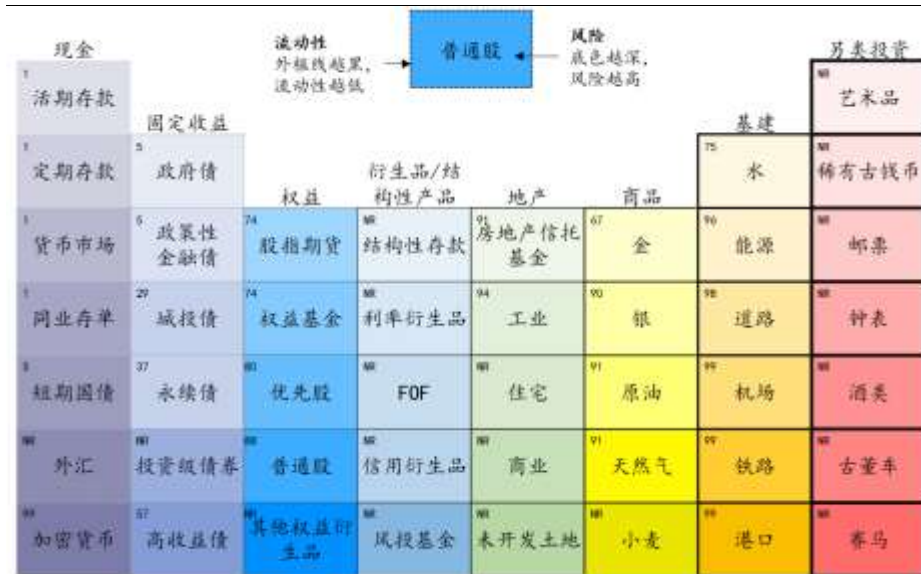
图 1: 大类资产元素周期表 (定性)	4
图 2: 大类资产元素周期表计算说明	6
图 3: 大类资产元素周期表	7
图 4: 南华商品指数权重 2021 年版本	8

一、定性角度编制大类资产“元素”周期表

如果将大类资产作为“元素”，根据其流动性大小和风险程度在周期表中进行排序，能够直观地展示各资产的属性。周期表中的大类资产类别之间（纵列）、大类内部各资产之间的位置关系（横行）并非固定不变，会随着环境的变化而动态布局，在任何给定的时间区间，任何资产类别内的单个资产都可能上下移动，大类资产也可能发生左右移动。因此，我们首先根据经验，从定性的角度，对各资产的流动性、风险进行排序并编制“元素”周期表，再从定量的角度，对特定时间内各资产的流动性和风险进行测算，并再次编制周期表。

首先，我们将国内大类资产划分为8种类别，每个大类中包括5-7 中性观测流动性和风险分布。横向上，以定性的方法从左到右按照流动性从高到低排列。理论上来说，流动性由高到低依次为：现金>固定收益>权益/衍生品>地产>商品>基建相关>另类投资。这一趋势映射出流动性从金融资产到实物资产逐渐降低，周期表内最左侧的资产基本可以看作是现金等价物，而最右侧的资产折现时可能面临一定的资金损失。各大类资产类别内的金融工具的风险水平、收益状况并不相同，我们根据理论上的风险程度的从低到高，对每一列大类资产从上至下进行排列。例如，固定收益大类中，政府债以国家信誉和财力为担保，可以视为无风险资产，随着发债主体的资质下沉、债券品类的风险暴露增大，信用违约风险逐步提高。

图 1：大类资产元素周期表（定性）



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

二、定量角度编制大类资产“元素”周期表

（一）确定流动性、风险程度的衡量方法

接下来，我们以定量的视角对风险-收益比和流动性进行测算，首先需要确定使用何种指标能够有效地衡量资产的这两个性质。首先，流动性是金融市场参与者迅速进行大量金融交易而不会导致资产价格剧烈波动的市场性质，目前学术界尚未达成一致通用的流动性衡量方法。例如，Amihud 和 Mendelson (1986) 将流动性定义为交易的容易程度，可以用一定时间内完成一定交易量的成本，或按照一定价格完成一定交易量的时间来度量；O’ Hara (1997) 将流动性定义为立即完成交易所需要付出的成本。资产种类、资产特征、市场结构和交易结构等多种因素会导致不同市场流动性衡量的特性。考虑到便于跨资产类别横向比较以及各资产历史数据的可获得性，我们选择了月换手率（月成交金额除以当月存量规模）作为衡量流动性水平的统一指标，异于股票和商品期货传统的换手率计算方法（前者为成交量除以流通股本，后者为成交量除以持仓量）。其次，风险度量方面，可以选择资产收益率的方差、标准差和标准离差率等指标，但为了对资产的收益和风险进行综合考量，我们选择测算夏普比率。夏普比率度量了每承担一份风险能够带来多少收益，其计算公式为

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{E(R_p) - R_f}{\sigma_p}$$

其中 $E(R_p)$ 为预期收益率， R_f 为无风险利率， σ_p 为收益率标准差。在具体测算时，我们假设无风险利率为 0%，使用历史年化收益率和历史年化标准差作为对预期收益及其标准差的估计，计算公式分别为

$$\text{历史年化收益率} = (1 + \text{历史平均月收益率})^{12} - 1$$

$$\text{历史年化收益率} = \text{月收益率标准差} * \sqrt{12}$$

（二）用于计算夏普比率的底层指标选取

现金：活期存款、定期存款利率由央行每日发布。结构性存款预期收益率由融 360 数字科技研究院每月统计，主要统计对象为国有银行、股份制银行。中国银行协会与普益标准合作每月发布全国银行理财市场指数，指数报告涵盖了市场上 95% 以上的产品数据，尤其是个人公募产品覆盖度在 99% 以上。同业存单选取中债同业存单财富指数，货币基金选取中证货币基金指数。

债券：中债指数是旨在多角度客观反映人民币债券市场走势特征的一系列债券指数。中债指数已逐渐形成一个指标丰富、覆盖面广的指数体系。中债指数提供财富、全价、净价三组总值，其中，财富指数是以债券全价计算的指数值，考虑了付息日利息再投资因素，在样本券付息时再投资计入指数之中。本文选取了国债及政金债、地方政府债、中期票据、企业债、短融及资产支持证券的中债财富指数反映各个债券市场的价格走势。另外，由于中债指数系列未纳入可转债指数，选择中证转债指数反映国内市场可转换债券的总体表现。

商品：南华商品指数选择国内三大商品期货交易所上市品种中比较有代表性且具有较好流动性的商品来编制商品指数，包括综合商品指数以及农产品、金属和能源化工等多种分类指数。我们主要考虑农产品、能化和金属三大商品期货板块，前两项选取南华农产品指数、能化指数两个一级分类指数，金属板块选取了贵金属指数、有色金属指数和黑色产业指数三个二级分类指数。

股票：选取上证 A 股指数、创业板指数、恒生指数反映上市 A 股、创业板和港

股的股价整体变动状况。同时，参考中信风格指数，自主编制周期、金融、消费、TMT、公用事业五类行业指数。指数由申万一级行业指数按各板块当期总市值为权重合成，周期行业指数由采掘、钢铁、有色合成，金融行业指数由银行、非银金融合成，消费行业指数由家用电器、纺织服装、商业贸易、食品饮料合成，TMT 行业指数由电子、计算机、传媒、通信合成，公用事业指数即为申万公用事业指数。

另类：另类投资主要考虑房地产、艺术品和酒类。国家统计局每月 15-18 日发布 70 个大中城市新建商品住宅价格指数，能够综合反映住宅商品价格水平总体变化趋势。中国拍卖协会定期发布中国文物艺术品拍卖市场年度报告，报告统计了每年总量及各拍品门类单件均价，能够反映艺术品价格总体趋势。由于该数据为年度数据，在计算年化收益率和标准差时不使用上文所述通用公式，而是直接计算年收益率和标准差。酒类投资选取 CPI 食品烟酒大类下的酒类价格指数。

美元：以美元计价的资产，此处主要考虑美债、美股和中资美元债三类资产，分别选取彭博巴克莱美国国债指数、标准普尔 500 指数和中债 iBoxx 指数系列的亚洲中资美元债指数 (ibxxax73 index) 反映价格趋势。

衍生品：主要考虑国债期货和股指期货两类资产。国债期货包含 2 年期、5 年期、10 年期三个品种，中债发布 5 年期、10 年期两个品种价格指数，两者走势十分相近，选取 10 年期用于计算；股指期货包含沪深 300 股指期货、中证 500 股指期货、上证 50 股指期货三个品种，按各品种当期持仓额为权重合成股指期货价格指数。至于利率、汇率互换和商品期权，限于种类繁多复杂、成交数据难以全面统计，故此处暂不做考虑。

图 2：大类资产元素周期表计算说明

大类资产	资产类别	用于计算复合比率的指标	起始时间	换手率计算公式	起始时间
现金	活期存款	活期存款利率	2019/03(结构性存款、理财产品数据始于201903)	/	/
	定期存款	定期存款利率-1年(整存整取)			
	结构性存款	结构性存款收益率(融360)			
	理财产品	全国银行理财市场指数(普益标准)			
	同业存单	中债-同业存单总财富(总值)指数			
债券	货币基金	中证货币型基金指数	2015/01	月换手率=债券月成交额/当月托管余额	2015/01
	国债及政金债	中债-国债及政策性银行债财富(总值)指数			
	地方债	中债-地方政府债财富(总值)指数			
	中期票据	中债-中期票据总财富(总值)指数			
	企业债	中债-企业债总财富(总值)指数			
	可转债	中证转债			
	ABS	中债-资产支持证券财富(总值)指数			
商品	黑色	南华黑色指数	2018/07(南华黑色指数、有色指数始于2018/07)	月换手率=各期货月成交额加权/各期货月末持仓金额加权	2015/01
	能化	南华能化指数			
	有色	南华有色金属指数			
	农产品	南华农产品指数			
	贵金属	南华贵金属指数			
股票	上证A股	上证A股指数	2000/01	月换手率=月总成交额/当月总市值	2015/04(创业板指数数据始于2015/04)
	创业板	创业板指数			
	港股	恒生指数			
	周期	周期行业指数			
	金融	金融行业指数			
	消费	消费行业指数			
	TMT	TMT行业指数			
	公用事业	公用事业指数			
另类	房地产	70个大中城市新建商品住宅价格指数	2012(艺术品数据始于2012)	月换手率=(年成交额/存量规模)/12	2015-2019
	艺术品	全国文物艺术品拍卖拍品单件均价:总类(年)			
	酒类	CPI:食品烟酒:酒类			
美元	美债	彭博巴克莱美国国债指数	2006/02(中资美元债数据始于2006/02)	月换手率=月成交额/存量规模	2018/01(中资美元债数据始于201801)
	中资美元债	ibxxax73 index			
衍生品	美股	标普500指数	2015/04	月换手率=日均换手率*22(假设每月22个交易日)	2015/01
	国债期货	中债-10年期国债期货期限匹配金融债财富(总值)指数			
	股指期货	股指期货指数	2015/01	月换手率=各期货月成交额/各期货月末持仓额加权	

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

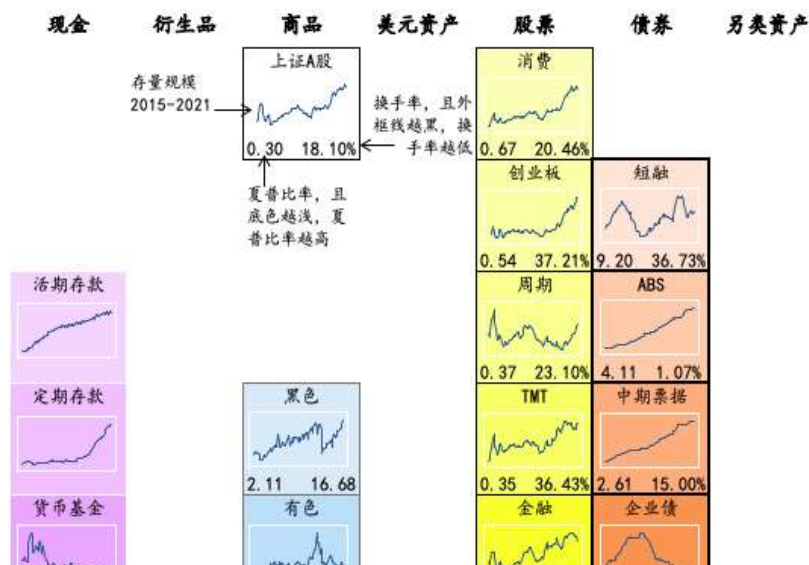
(三) 换手率计算的要点

1. 商品期货成交额为单边计算，但持仓额为双边计算，因此实际换手率可能显著高于计算值。各板块的总成交额和持仓额，根据南华商品指数编制说明给出的权重对各品种的成交额和持仓额进行加总得到。
2. 股票五个行业板块的总成交额和总市值，对组成板块的各申万一级板块成交额、总市值直接加总得到。
3. 另类资产中的房地产和艺术品仅有年度成交金额和存量规模，通过将年换手率除以 12 得到月换手率的估计值。
4. 标普 500 仅获得日均成交额数据，通过将日换手率乘以 22（假设每月 22 个交易日）得到月换手率的估计值。

(四) 元素周期表排列方式

横向排列的依据为流动性由高至低，流动性由组内月换手率均值衡量。现金资产不具备换手率的概念，我们将其排在首列，接着依次为衍生品、商品、美元资产、股票、债券、另类资产。纵向排列的依据为夏普比率由高至低。另外，在每个方格内绘制了存量规模走势，需要注意的是由于各走势图的纵坐标设置并不相同，走势图的绝对水平不可用于资产之间的比较，只适合追溯该类资产随时间推移，可交易规模的变迁。最终的定量大类资产元素周期表结果如下图所示：

图 3：大类资产元素周期表



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_26243



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn