

证券研究报告·金融工程专题

基本面、通胀预期和加息节奏谁跑的更快？

——“基本面量化”系列思考之二

基本面、通胀和加息节奏的赛跑

股价≈盈利/（利率+风险溢价），结合市场评论，简述暴跌逻辑：2017 年四季度美国 GDP 按年率计算增长 2.6%，不及预期，部分印证市场对美经济复苏前景的隐忧，非农数据超预期，尤其是平均时薪的亮点，结合当前相对高位震荡的油价，打开了市场对于通胀超预期的想象空间，美联储 3 月的议息会议渐行渐近，市场重新开始炒作加息节奏加速这件事，美元指数持续低位，回到投资时钟框架，“经济复苏不及预期，通胀或超预期”引发了对美国“类滞胀”的担忧，风险偏好高位回落，市场拐头，急跌引起持续卖盘，波动率大幅提升触发波动率贡献度加权类策略集体止损，技术上下跌趋势形成，负反馈发生，股票暴跌波动率放大。

美元指数下跌长债利率上行为何会出现？

以史为鉴，历史上美元跌利率涨的全球经济状况与当前类似：美国经济复苏并不强势，通胀预期已开启，利率上行对于遏制潜在的风险。美国相对与其他发达经济体略显羸弱抑制，资本风险偏好提升，追逐海外资产，美元走弱。

黄金避险属性为何在本轮暴跌中没有触发？

从避险角度来看，全球股市暴跌的同时，黄金价格不升反跌，避险属性并未被触发，恰恰证明当前美国股市下跌的原因并非基本面，大概率来自对于利率提升的警惕。黄金走势是这道证明题里的核心论据。

美股 PE：绝对高估，相对合理，中期向下趋势需经济面确认

截止 2 月 7 日，道指 PE 20.11 倍，模型显示合理估值中枢为 16.9 倍。估值差并非最近形成，之前月报我们强调，美股一直处于“绝对高估，相对合理”。本次回调更多是市场风险偏好的变化，短期保持谨慎，中期向下趋势仍需基本面转差确认，目前并未显现。

黄金：先下后上，短期空仓等待 3 月议息会议

1 月的月报中，我们精准提示“2017 年 12 月 14 日加息后起，我们看多黄金，本轮反弹主要来自加息落地到下一次议息会议的时间差，税改签字到实际反应在经济数据里的时间差、加息预期被消化的预期差以及欧元相对强势和美元实质走弱的影响，随着 3 月议息会议临近，美元反弹，黄金大概率在 1 月底 2 月初见顶，建议逢高减仓”，结合最近 5 次加息前后黄金的走势，黄金在 3 月议息会议前后或走出 V 型。

原油：短期回调后或将反弹，WTI 目标 75 美元

受累于美国产量、库存双升和短期美元反弹，原油价格承压下跌。我们认为短期调整后，原油仍将继续震荡上行。2017 年全球天气未现极端异常，农产品供求平衡，短期仍将低位震荡。通胀的中能否上移，核心在于原油、农产品和猪肉价格的变动。

金融工程研究

丁鲁明

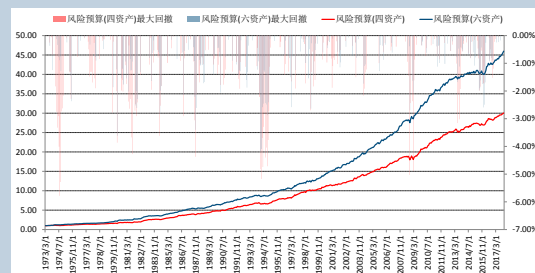
dingluming@csc.com.cn

021-68821623

执业证书编号：S1440515020001

发布日期：2018 年 2 月 9 日

市场表现



相关研究报告

- 18.1.23 黄金反弹完美兑现，平多静待议息会议；原油继续中期看涨，目标维持 65 美元不变——《量化大类资产配置月报 2018 年 1 月》
- 17.12.25 加息兑现美元短期震荡，黄金迎接反弹；税改落地经济乐观预期，原油目标 65 美元——《量化大类资产配置月报 2017 年 12 月》
- 17.11.06 原油冲高获利了结，年底前盘整回落；通胀略超预期，黄金下跌建议平空——《量化大类资产配置月报 2017 年 11 月》
- 17.10.11 “油涨金跌”观点完美兑现；美国经济乐观预期，继续多原油空黄金——《量化大类资产配置月报 2017 年 10 月》
- 17.08.15 七月油价暴涨观点兑现，建议继续做多，避险情绪推升金价，但黄金中期头部已现——《量化大类资产配置月报 2017 年 8 月》
- 17.07.11 黄金如期重回 1200，空头建议获利了结；原油 45 美元存在超卖，继续推荐——《量化大类资产配置月报 2017 年 7 月》
- 17.06.19 美联储加息落地，黄金 1200~1300 震荡；原油 45 美元存在超卖，建议买入——《量化大类资产配置月报 2017 年 6 月》
- 17.05.10 6 月美联储加息概率大，黄金短期延续调整；OPEC 减产态度坚决，原油 6 月目标 55 美元——《量化大类资产配置月报 2017 年 5 月》

目录

一、从全球股市大跌谈起	3
1.1 风云突变，全球股票市场回调引发恐慌	3
1.2 一张图梳理全球股市暴跌的市场逻辑	3
二、美股估值是否偏贵，接下来将何去何从？	4
2.1 美国经济和非农就业数据回顾	4
2.2 道琼斯工业指数市盈率估计	6
三、美元指数下跌长债利率上行为何会出现？	6
四、黄金避险属性为何在本轮暴跌中没有触发？	8
五、通胀的核心影响因素：原油、农产品、猪肉价格	10
六、中信建投金融工程风险预算模型跟踪个结果	13

图目录

图 1：全球重要股票指数表现（2018 年以来）	3
图 2：全球重要股票指数涨跌幅（2018 年以来）	3
图 3：VELOCITYSHARES INV VIX SH-TM	3
图 4：一图概括市场对于本次暴跌的解读	4
图 5：美国失业率和 CPI	5
图 6：标普 500 和十年期国债收益率	5
图 7：美股最近加权美股收益（道指和标普 500）	5
图 8：消费者信心指数	5
图 9：彭博美联储加息概率	5
图 10：美股估值走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 5 月，其中 2, 3, 4, 5 月为静态外推）	6
图 11：美元指数和十年期国债收益率的趋势（HP 滤波）	6
图 12：美元指数与十年期国债收益率	6
图 13：美元指数和十年期国债收益率涨跌时期经济指标的分布	7
图 14：最近 5 次加息前后美元指数的走势变化	7
图 15：最近 5 次加息前后十年期国债收益率的走势变化	7
图 16：最近五次加息后黄金价格的变化	8
图 17：黄金价格走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 5 月，其中 2, 3, 4, 5 月为估计值）	9
图 18：黄金和原油涨跌时期经济指标的分布	9
图 19：OPEC 原油产量	10
图 20：OPEC 原油产量（按国家分）	10
图 21：美国原油库存	10
图 22：BAKER HUGHES 钻井机数量	10
图 23：美国原油产量	11
图 24：俄罗斯产量	11
图 25：原油价格走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 5 月，其中 2018 年 2 月-2018 年 5 月为估计值）	11



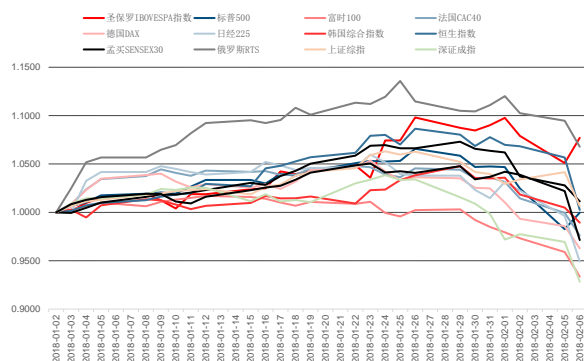
图 26: 彭博农产品商品指数成分权重 (2018.2.8).....	12
图 27: 彭博农产品商品指数走势预测结果 (2015 年 1 月-2018 年 5 月, 其中 2, 3, 4, 5 月为估计值)	12
图 28: 美国原油产量能繁母猪的存栏同比与 CPI 猪肉同比比较.....	13
图 29: 猪肉产量和猪肉价格的关系	13
图 30: 中信建投金融工程投资时钟周期的划分 (1973-2017)	13
图 31: 风险预算模型净值跟踪 (1973-2017)	14

一、从全球股市大跌谈起

1.1 风云突变，全球股票市场回调引发恐慌

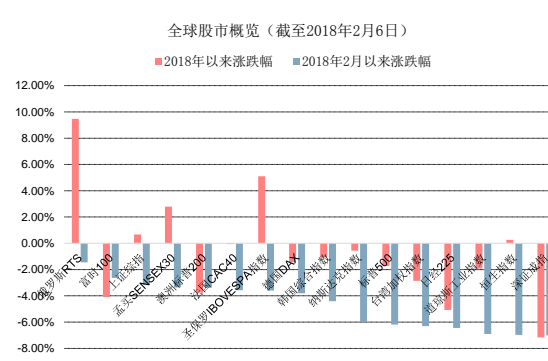
2018 年以来，证券市场大起大落。一方面，关于全球复苏、美联储担心核心通胀低于预期的讨论还没结束，另一方面，美国超预期的非农数据，叠加油价飙升提高了通胀预期，引发全球对于美联储加息节奏加速的担忧，权益市场暴跌引起了全球的恐慌，恐慌指数（VIX INDEX）暴涨，风险偏好骤降。

图 1：全球重要股票指数表现（2018 年以来）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 2：全球重要股票指数涨跌幅（2018 年以来）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 3：VELOCITYSHARES INV VIX SH-TM



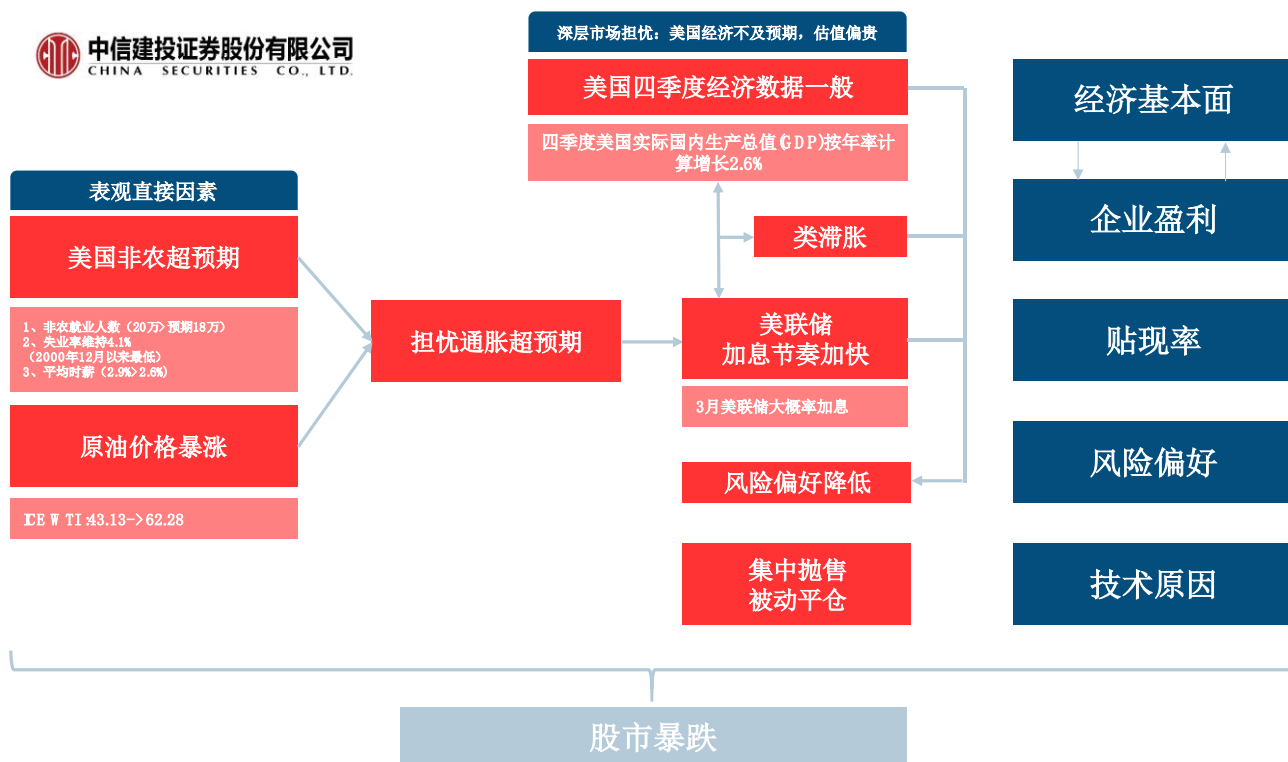
数据来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

1.2 一张图梳理全球股市暴跌的市场逻辑

回归股票最简单的定价公式：股价 \approx 盈利/（利率+风险偏好），结合市场的诸多评论，大概可以归结出一套暴跌的逻辑：2017 年四季度美国实际国内生产总值(GDP)按年率计算增长 2.6%，数据不及预期，部分印证市场对于美国经济复苏不及预期的隐忧。非农数据超预期，尤其是平均时薪的亮点，结合当前相对高位震荡的油价，打开了市场对于通胀超预期的想象空间，美联储 3 月的议息会议渐行渐近，（之前报告提到的 12 月 14 日加息落地到 2 月初的时间差结束）市场开始重新开始炒作加息节奏这件事，美元指数持续低位，为市场埋下了更多潜在的风险点。回到投资时钟经济周期的框架，“经济复苏不及预期，通胀或超预期”引发了市场对于美国“类滞

胀”的担忧，风险偏好高位回落，市场拐头，急跌引起持续卖盘，波动率大幅提升触发波动率加权类策略集体止损，技术上下跌趋势形成，负反馈机制发生，股票一泻千里。美股是全球权益资产核心之锚，大跌情绪蔓延导致全球股票抛售。

图 4：一图概括市场对于本次暴跌的解读



数据来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

直观来看，以上逻辑清楚，但留下诸多问题值得重点关注：

- 1、美股估值是否偏贵，接下来将何去何从？
- 2、美元指数下跌长债利率上行为何会出现？
- 3、黄金避险属性为何在本轮暴跌中没有触发？
- 4、通胀的核心影响因素：原油、农产品、猪肉价格

二、美股估值是否偏贵，接下来将何去何从？

2.1 美国经济和非农就业数据回顾

首先聚焦美国经济和非农就业数据。2017 年四季度，美国 GDP 年化环比初值增速 2.6%，不及预期 3%。2018 年 2 月 2 日，美国劳工部公布非农数据：

- 1、就业人数超预期。1 月新增非农就业人数升至 20 万人，高于预期的 18 万人；
- 2、失业率维持低位。失业率 4.1% 为 2000 年 12 月以来的低点，劳动参与率维持 62.7%，与预期持平。
- 3、平均时薪是亮点。1 月平均时薪环比上升 0.3%，高于预期的 0.2%，前值从 0.3% 修正至 0.4%，平均时薪同比达 2.9%(市场预期 2.6%)，为 2009 年 5 月以来的最大增速。

再看美股的盈利，道琼斯工业指数和标普 500 的最近 12 个月每股收益依旧保持稳健，消费者信心指数持续回升。

图 5：美国失业率和 CPI

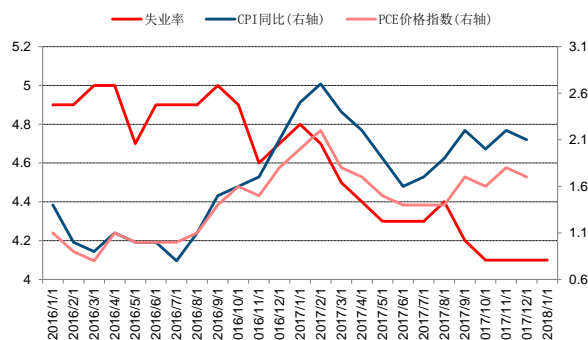
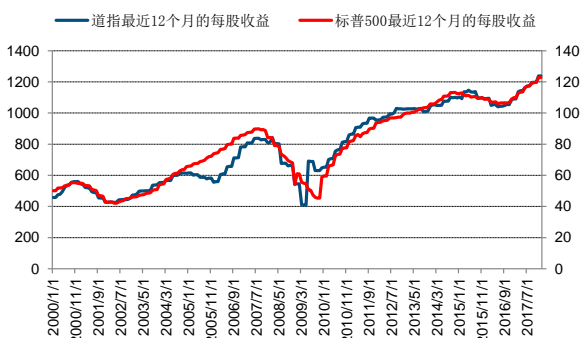


图 7：美股最近加权美股收益（道指和标普 500）



数据来源：bloomberg,wind、中信建投证券研究发展部

图 6：标普 500 和十年期国债收益率

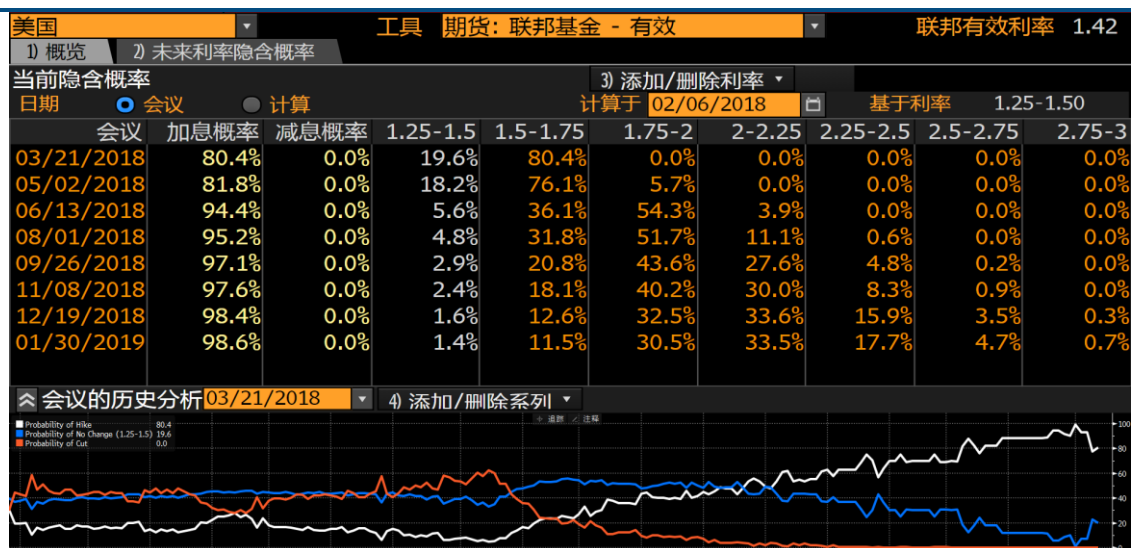


图 8：消费者信心指数



彭博的加息概率数据同样印证了我们在 2017 年底的判断，3 月美联储将按部就班地加息。

图 9：彭博美联储加息概率

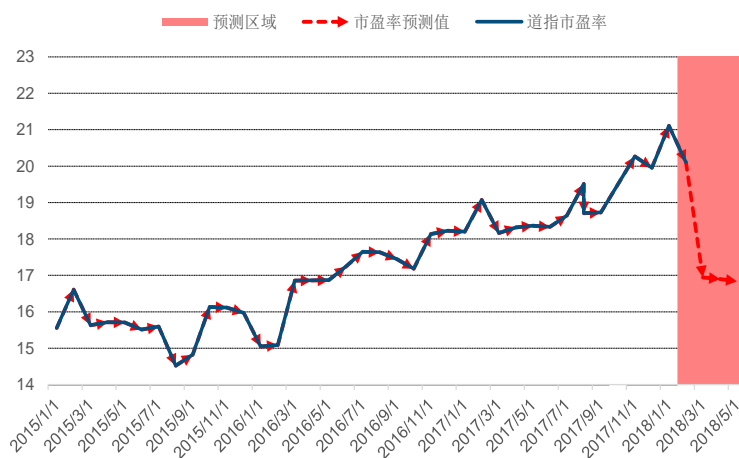


数据来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

2.2 道琼斯工业指数市盈率估计

截止 2 月 7 日，道琼斯工业指数的市盈率为 20.11 倍，我们认为道指的合理估值中枢为 16.9 倍左右。这个估值差并不是近期形成，在之前的系列月报中我们曾提到，美股一直处于“绝对高估，相对合理”的状态。简言之，经济没那么好，但长多了。经济和盈利改善有望推动估值向上回归，利率抬升压制估值，股价向下均值回复。在没有看到基本面明显转差的情况下，本次美股的回调更多是市场风险偏好的变化，高位谨慎情绪的宣泄，中期向下趋势仍需基本面转差来确认，目前并未显现。

图 10：美股估值走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 5 月，其中 2,3,4,5 月为静态外推）

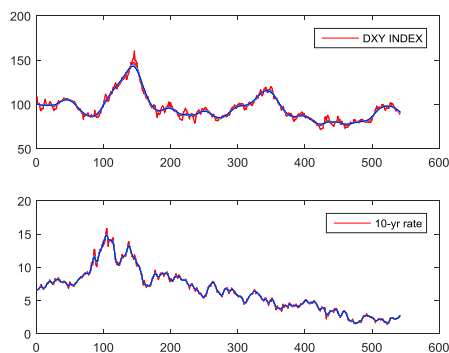


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

三、美元指数下跌长债利率上行为何会出现？

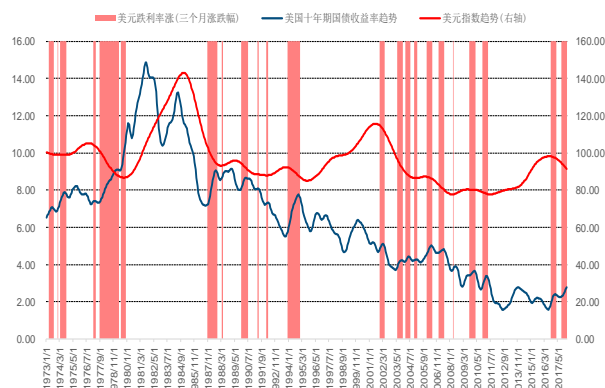
从资产相关性的角度来看，近期美元指数和十年期国债收益率插值显著的分化。美元持续新低，十年期国债收益率继续上行，如下右图所示，我们标出了历史上出现美元指数与十年期国债收益率显著背离的时期，如 1977 年、1987 年和 1994 年都出现类似的情况。那么当时的全球经济大概处于什么样的状况呢？

图 11：美元指数和十年期国债收益率的趋势（HP 滤波）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

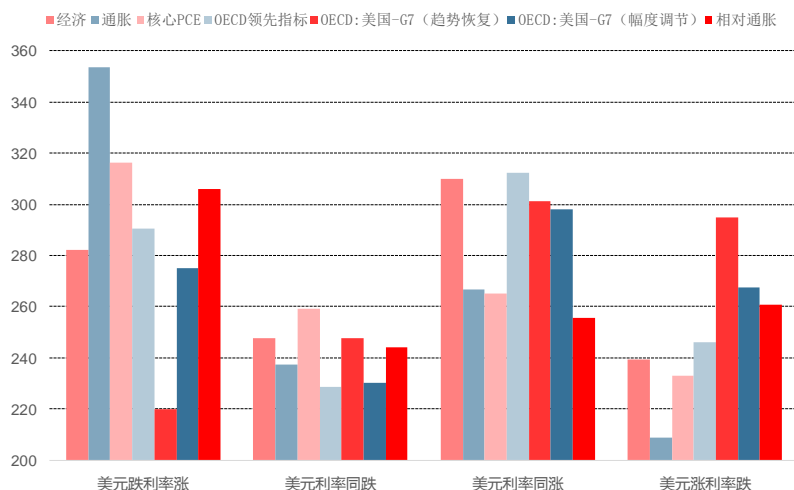
图 12：美元指数与十年期国债收益率



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

根据美元指数三个月的涨跌幅和十年期国债收益率三个月的差分，分别将美国从 1973 年至今的数据划分成了四类时期：美元指数涨长债利率上行、美元指数涨长债利率下行、美元指数跌长债利率上行、美元指数跌长债利率下行，分别考察这四类时期经济指标的变化情况，重点关注经济、通胀、相对经济和相对通胀，其中相对经济用 OECD 领先指标:美国-G7 同比来代替，相对通胀则考察美国通胀-IMF 全球通胀的指标。重点关注这四个时期对应经济指标分布情况。

图 13：美元指数和十年期国债收益率涨跌时期经济指标的分布

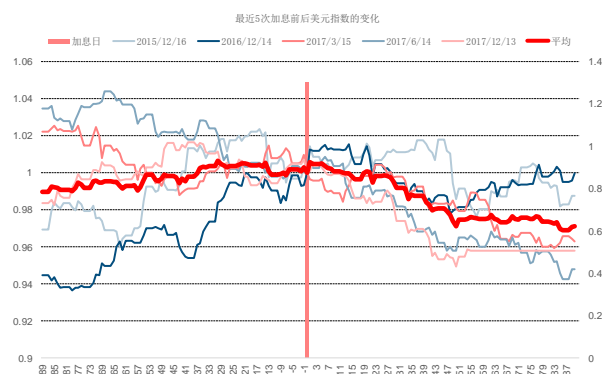


数据来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部

上图中纵坐标是这四个时期对应经济指标排名的均值情况，以通胀指标为例，纵坐标显示历史上出现美元走弱而利率上行的时期，通胀大概率处于增速较快的时期。综合来看，美元跌利率涨时通常面临如下经济环境：美国经济复苏，但并非强势复苏，美国通胀预期已高启，关键是美国相对与发达经济体，增速并不强，这恰是现在我们所处的经济状况。2017 年市场对于欧洲的经济预期发生反转，从短期的经济数据来看，欧洲经济增速的变化确实较强。

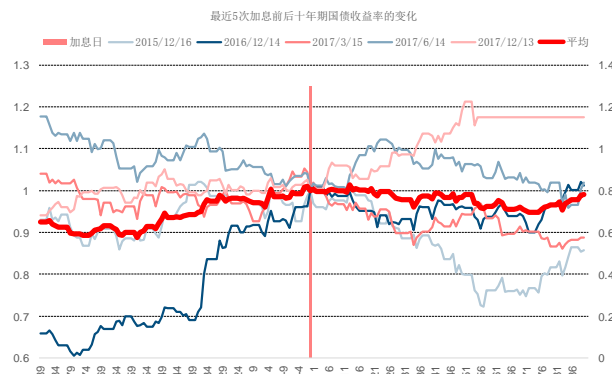
站在当前时点，怎么看接下来的美元和美债呢？我们认为由于三月美联储大概率宣布加息，因此短期美国十年期国债收益率将继续上行，美元指数短期或有反弹，美元真正趋势逆转，向上大涨需等待基本面确认，确认的信号要么是美国增长重新加速，要么是伴随着全球收紧的货币政策，非美国国家经济回落。

图 14：最近 5 次加息前后美元指数的走势变化



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 15：最近 5 次加息前后十年期国债收益率的走势变化



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部



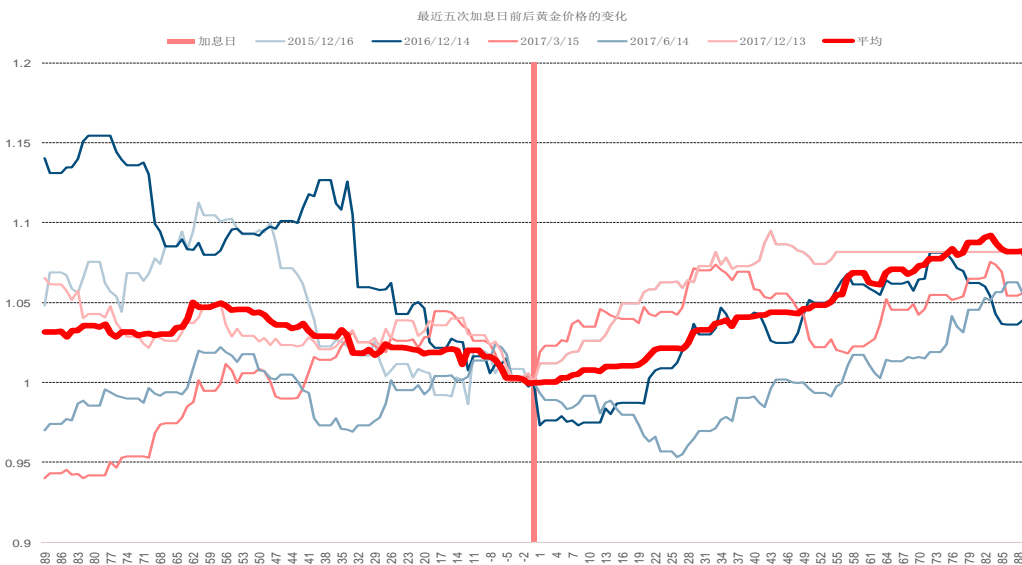
从最近的五次加息（2015/12/16、2016/12/14、2017/3/15、2017/6/14、2017/12/13）前后 90 天，十年期国债收益率和美元指数的走势来看，两者表现相对类似，市场预期提前反映，利率先行上行，后短期回落，美元指数在加息前或有反弹。

四、黄金避险属性为何在本轮暴跌中没有触发？

在 1 月的大类资产月报中，我们明确提示：“自 2017 年 12 月 14 日起，我们看多黄金，截至 2018 年 1 月 19 日，黄金区间涨幅达到 6.64%。本轮反弹主要来自加息落地到下一次议息会议的时间差，税改签字到实际反应在经济数据里的时间差、加息预期被消化的预期差以及欧元相对强势和美元实质走弱的影响，叠加地缘政治事件的支撑，黄金如期站上 1330 美元。从时间上来看，黄金本轮反弹已经接近尾声，随着 2、3 月议息会议临近，美元或有反弹，黄金大概率在 1 月底 2 月初见顶，建议逢高减仓，黄金观点由多转平。”

当前黄金价格亦在按照这个逻辑运行，回归最近 5 次加息前后黄金的走势，基本都是先跌后涨。基于我们“避险-抗通胀-抗贬值-抗不确定性”的黄金定价公式，认为加息之前黄金难有较大起色。

图 16：最近五次加息后黄金价格的变化

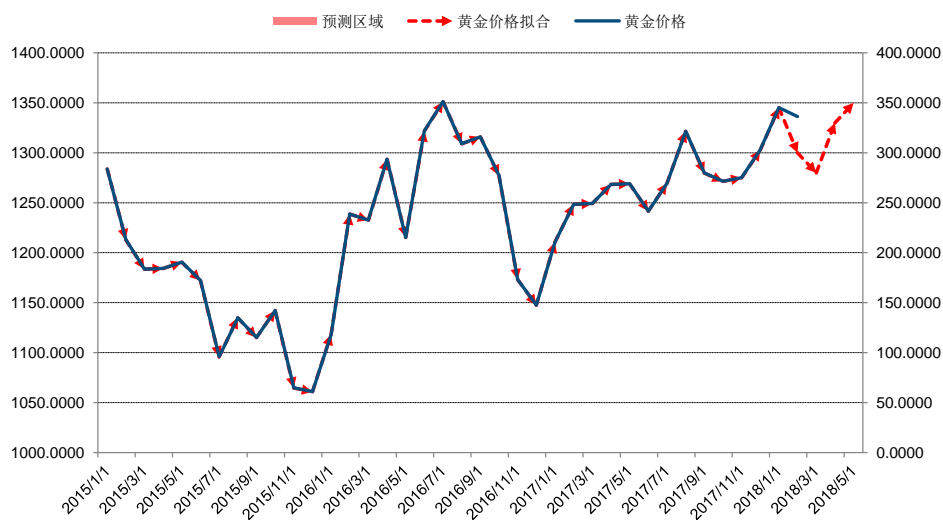


数据来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部

从避险角度来看，在全球股市暴跌的同时，本次黄金价格不升反降，避险属性似乎并未被触发，这恰恰部分验证了当前市场下跌的原因并非基本面，大概率来自对于利率提升的警惕。黄金走势是这道证明题里的核心论据。

我们的估值模型显示，黄金短期承压，大概率在 3 月加息前后走出 V 型。

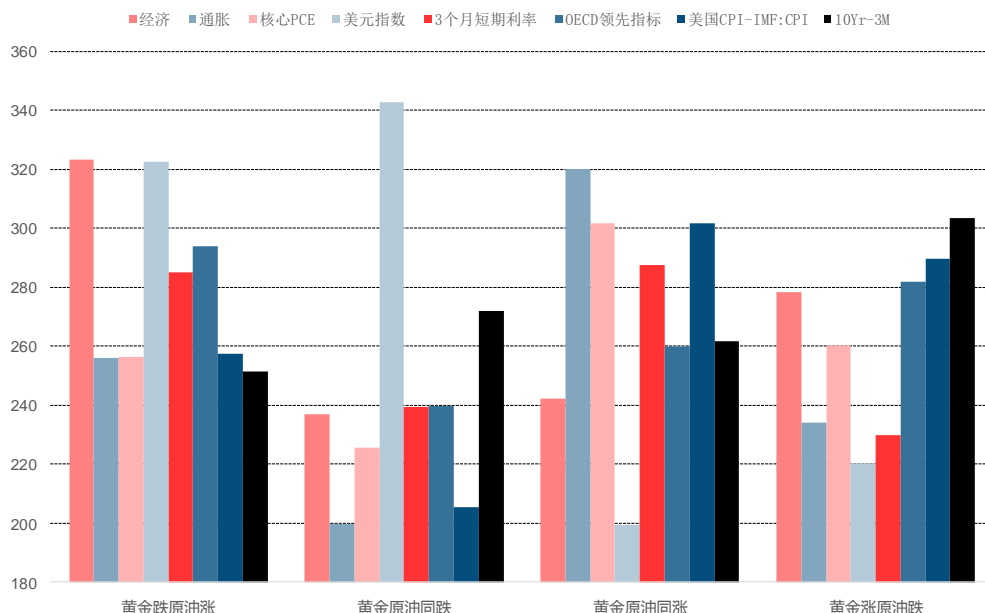
图 17：黄金价格走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 5 月，其中 2,3,4,5 月为估计值）



数据来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

从资产收益率的角度出发，从 12 月 14 日至今，黄金和原油表现除了较强的相关性，先黄金原油同涨，后黄金原油同跌。历史统计结果显示，黄金原油同涨的时期，通常发生在美国经济一般、通胀预期提升、美元持续走弱。

图 18：黄金和原油涨跌时期经济指标的分布



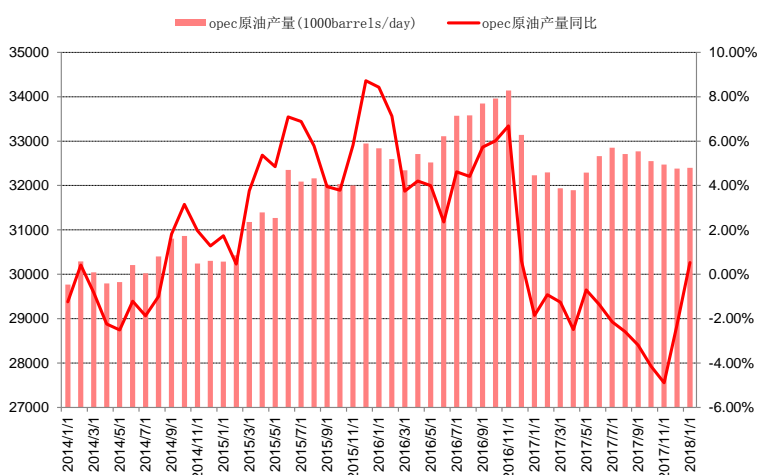
数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

五、通胀的核心影响因素：原油、农产品、猪肉价格

由于非农数据超预期和高起的油价，市场还是担心美联储的加息节奏。站在当前，我们认为通胀的中能否上移，核心在于原油价格、农产品价格和猪肉价格的变动。

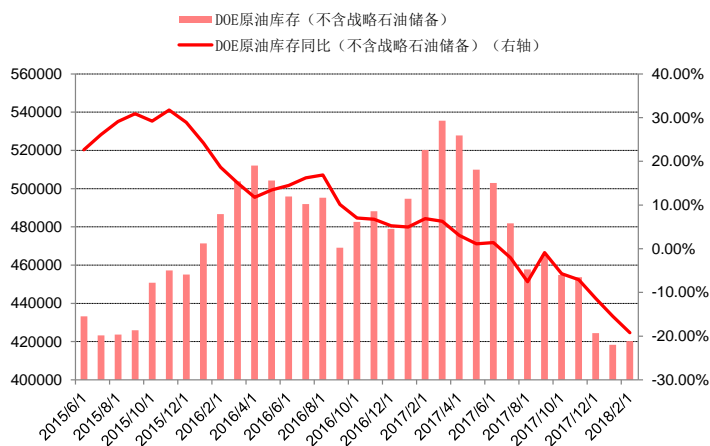
首先关注油价。EIA 数据显示，美国原油产量达到 1025 万桶，美国至 2 月 2 日当周原油库存增加 189.5 万桶，预期增加 315 万桶，前值增加 677.6 万桶。汽油库存增加 341.4 万桶，预期增加 50 万桶，前值减少 198 万桶。馏分油库存增加 392.6 万桶，预期减少 125 万桶，前值减少 194 万桶。库欣地区原油库存下降 71.1 万桶，前值下降 222.4 万桶。OPEC 方面，产量略有上升，依然保持较高的冻产执行力。钻井机数量略有增加，同比依旧回落。

图 19：OPEC 原油产量



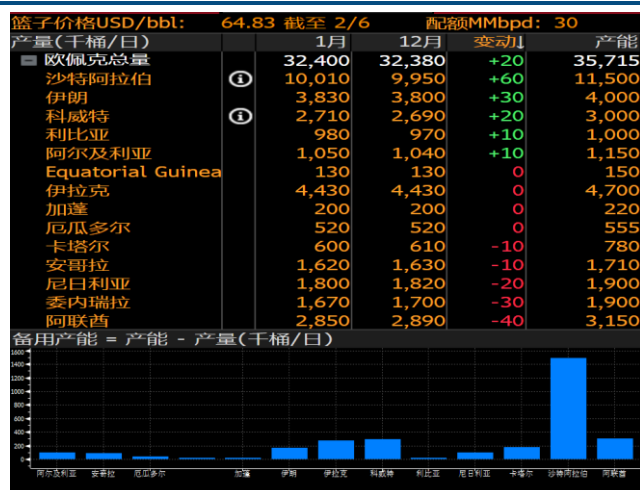
资料来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

图 21：美国原油库存



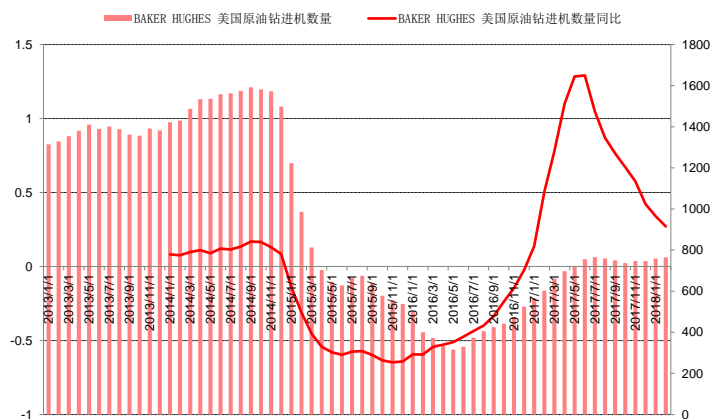
资料来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

图 20：OPEC 原油产量（按国家分）



资料来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

图 22：BAKER HUGHES 钻井机数量



资料来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

图 23：美国原油产量

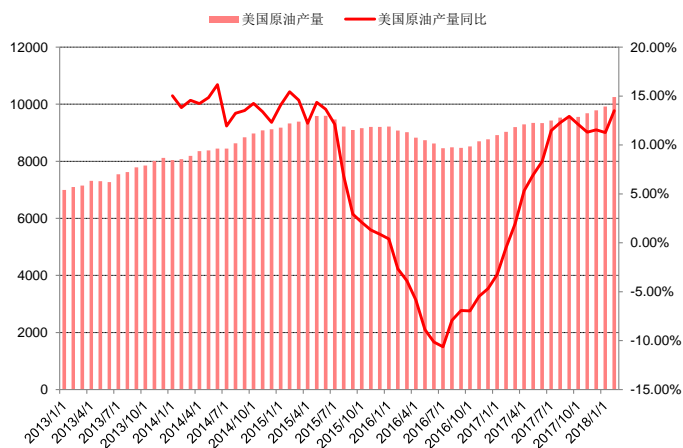
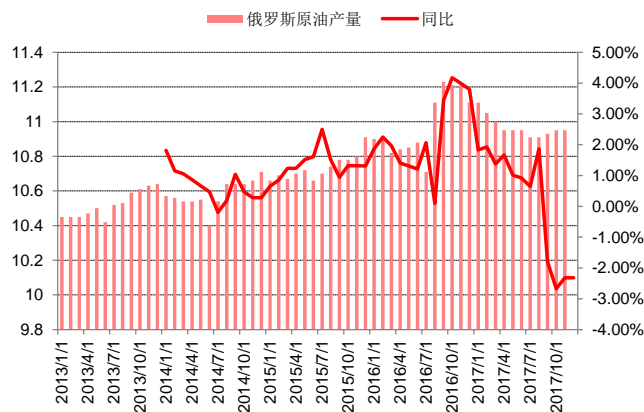


图 24：俄罗斯产量

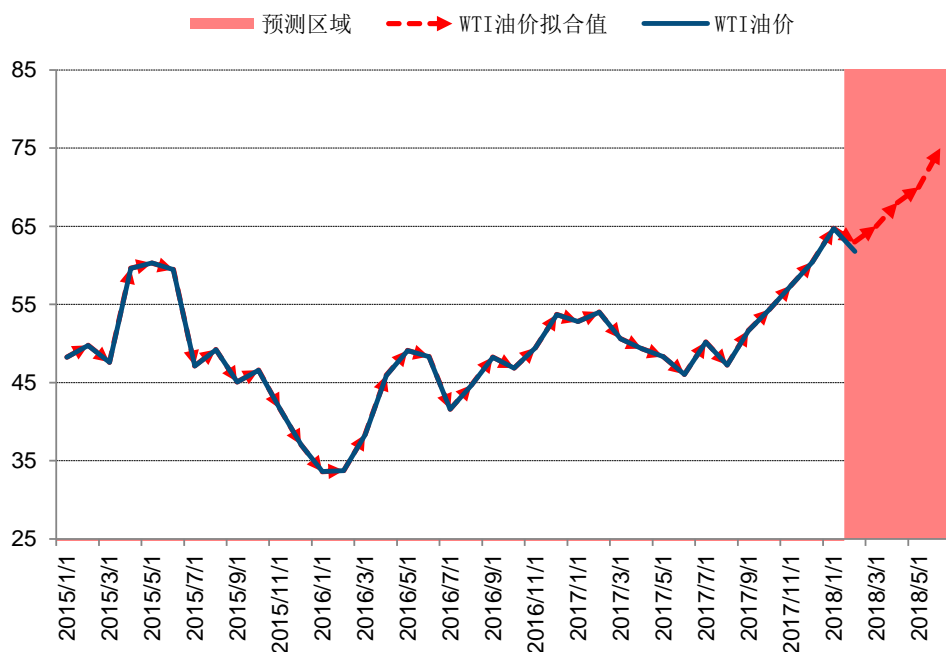


资料来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

资料来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

考虑到受累于美国产量、库存双升和短期美元反弹，原油价格承压下跌。我们认为短期调整后，原油仍将继续震荡上行。

图 25：原油价格走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 5 月，其中 2018 年 2 月-2018 年 5 月为估计值）



数据来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部

目前我们选择观测的指数为彭博农业总回报指数，原名为“道琼斯-瑞银农业分类指数总回报”，本指数为彭博商品指数总回报的农产品小组分类指数，主要由玉米、大豆、糖、豆粕、豆油、小麦、咖啡、棉花期货合

约组成，它反映了美元报价的完全担保的期货头寸的回报率。具体指数权重见下图。

图 26：彭博农产品商品指数成分权重(2018.2.8)

代码	名称	到期	交易所	权重	结算价
BCOMAGTR Index					
C H8 Comdty	CORN FUTURE	MAR 18	Chicago Board of Trade	16.77	365.25
S H8 Comdty	SOYBEAN FUTURE	MAR 18	Chicago Board of Trade	15.86	983
W H8 Comdty	WHEAT FUTURE(CBT)	MAR 18	Chicago Board of Trade	9.16	460.5
SBH8 Comdty	SUGAR #11 (WORLD)	MAR 18	ICE Futures US Softs	8.63	14
SMH8 Comdty	SOYBEAN MEAL FUTR	MAR 18	Chicago Board of Trade	8.31	335.4
BOH8 Comdty	SOYBEAN OIL FUTR	MAR 18	Chicago Board of Trade	6.97	32.56
KCH8 Comdty	COFFEE 'C' FUTURE	MAR 18	ICE Futures US Softs	6.57	123.3
C K8 Comdty	CORN FUTURE	MAY 18	Chicago Board of Trade	4.28	372.75
S K8 Comdty	SOYBEAN FUTURE	MAY 18	Chicago Board of Trade	4.01	994.25
KWH8 Comdty	KC HRW WHEAT FUT	MAR 18	Chicago Board of Trade	3.77	481
CTH8 Comdty	COTTON NO.2 FUTR	MAR 18	ICE Futures US Softs	3.72	75.96
W K8 Comdty	WHEAT FUTURE(CBT)	MAY 18	Chicago Board of Trade	2.35	473
SBK8 Comdty	SUGAR #11 (WORLD)	MAY 18	ICE Futures US Softs	2.15	13.98
SMK8 Comdty	SOYBEAN MEAL FUTR	MAY 18	Chicago Board of Trade	2.1	339.1
BOK8 Comdty	SOYBEAN OIL FUTR	MAY 18	Chicago Board of Trade	1.75	32.74
KCK8 Comdty	COFFEE 'C' FUTURE	MAY 18	ICE Futures US Softs	1.67	125.45
KWK8 Comdty	KC HRW WHEAT FUT	MAY 18	Chicago Board of Trade	0.97	495.75
CTK8 Comdty	COTTON NO.2 FUTR	MAY 18	ICE Futures US Softs	0.95	77.29

数据来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

目前，农产品标的或普遍维持震荡走势，做多机会仍需等待。截止 2018 年 2 月 8 日，彭博农业分类指数总回报为 99.02，持续底部徘徊。2017 年，天气条件较好，农产品供求平衡，价格震荡下行，展望 2018 年中期，短期我们认为可能仍会持续盘整，但中长期来看或有机会。

图 27：彭博农产品商品指数走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 5 月，其中 2,3,4,5 月为估计值）

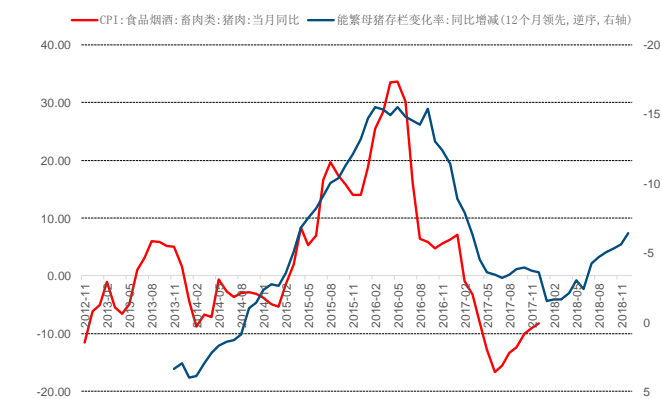


数据来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

猪肉价格方面，猪周期高点已经过去两年，反映远期供应的能繁母猪存栏同比持续下降，该指标在 2016

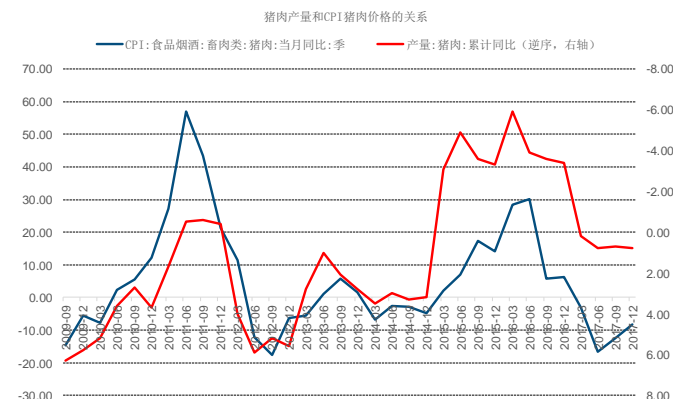
年之前拟合较好，2016 年之后由于猪肉产量保持相对稳定，导致猪肉价格持续回落，目前能繁母猪存栏量持续下行，猪肉产量增速仍在高位，短期无忧。我们将密切关注相关指标的变化。

图 28：美国原油产量能繁母猪的存栏同比与 CPI 猪肉同比较



资料来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

图 29：猪肉产量和猪肉价格的关系

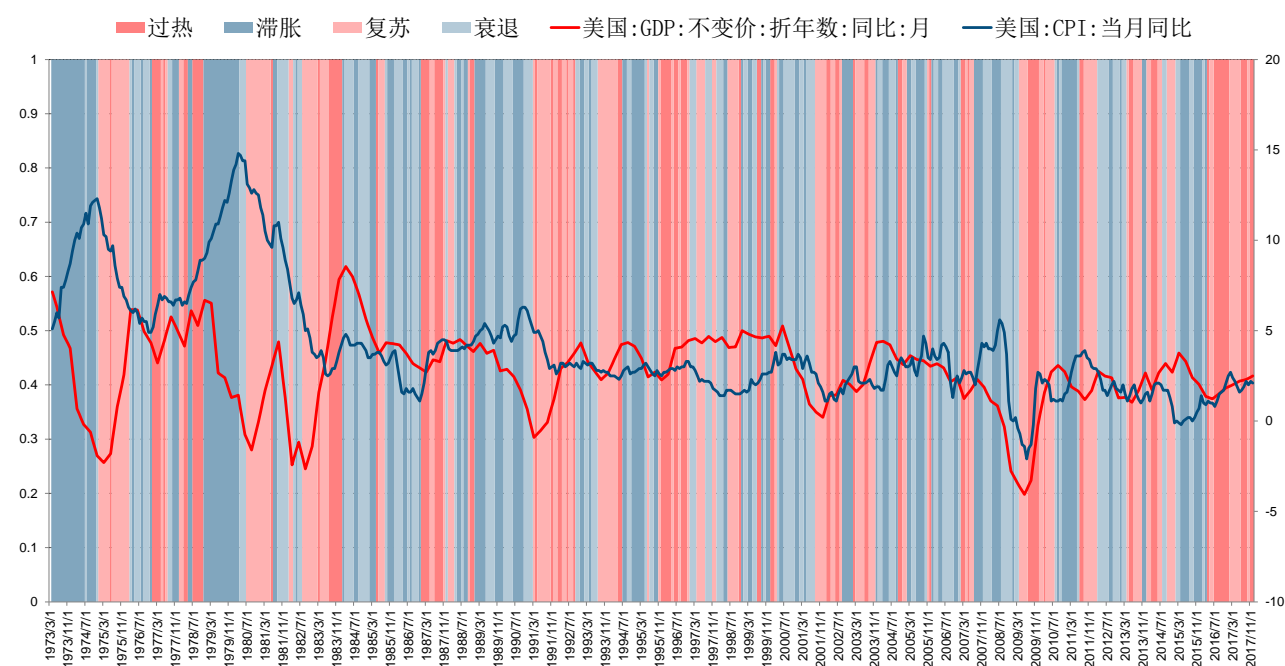


资料来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

六、中信建投金融工程风险预算模型跟踪个结果

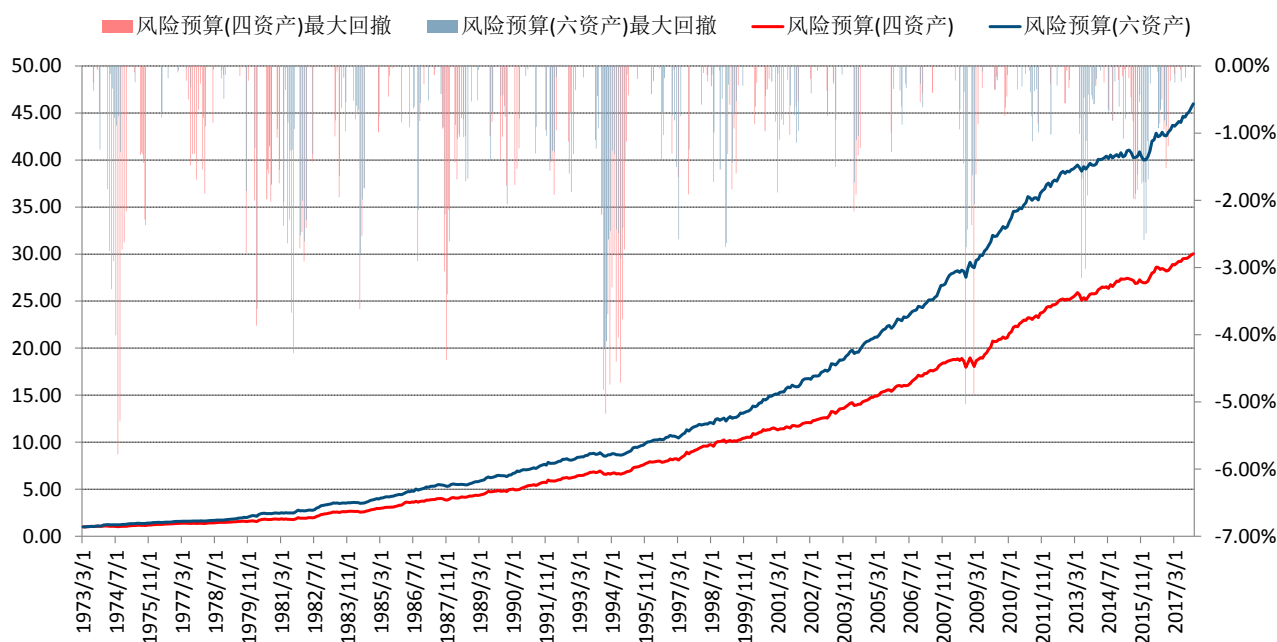
从投资时钟的角度来看，我们的模型显示，从 2016 年四月至今美国一直在复苏和过热之间切换，股票和商品的上涨助力，风险预算模型不断新高。站在当前节点，市场开始担忧美国类滞胀目前仍在左侧，趋势并未真正形成，尤其是核心通胀依然低于 2%。

图 30：中信建投金融工程投资时钟周期的划分（1973-2017）



数据来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

图 31：风险预算模型净值跟踪（1973-2017）



	年化收益率	最大回撤	收益回撤比	收益率分位点 (0.01)	夏普比率
标普500	7.34%	52.56%	0.14	-11.24%	0.49
彭博巴克莱美国国债总回报	7.17%	46.37%	0.15	-2.95%	1.38
汤森路透CRB商品指数	2.41%	7.43%	0.32	-8.80%	0.19
3个月美国国债收益率	4.73%	0.00%			
黄金	6.30%	61.65%	0.10	-13.22%	0.32
原油	7.28%	75.99%	0.10	-21.91%	0.20
投资时钟(4资产)	10.82%	15.57%	0.70	-7.85%	1.11
投资时钟(6资产)	18.13%	24.27%	0.75	-9.07%	1.09
风险预算(4资产)	7.88%	5.78%	1.36	-2.71%	1.64
风险预算(6资产)	8.91%	4.19%	2.13	-2.17%	1.91
风险预算(4资产) 2017年	5.17%	0.12%			3.45
风险预算(6资产) 2017年	6.37%	0.25%			3.38

数据来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

我们基于风险预算的资产配置策略在 2017 年表现良好，针对四资产（股、债、现金、商品）的模型获得了 5.17% 的收益率，最大回撤仅为 0.12%；加入黄金和原油的配置，获得了 6.37% 的收益，最大回撤仅为 0.25%。



分析师介绍

丁鲁明：同济大学金融数学硕士，中国准精算师，现任中信建投证券研究发展部金融工程方向负责人，首席分析师。10 年证券从业，历任海通证券研究所金融工程高级研究员、量化资产配置方向负责人；先后从事转债、选股、高频交易、行业配置、大类资产配置等领域的量化策略研究，对大类资产配置、资产择时领域研究深入，创立国内“量化基本面”投研体系。多次荣获团队荣誉：新财富最佳分析师 2009 第 4、2012 第 4、2013 第 1、2014 第 3 等；水晶球最佳分析师 2009 第 1、2013 第 1 等。

报告贡献人

赵然：中国科学技术大学统计与金融系硕士，主要研究方向全球大类资产配置，基于因子的风险预算模型及宏观基本面因素的量化模型。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyong@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

程一天 18520809878 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 15013819353 caoying@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622