新时代证券 New Times Securities

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和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？

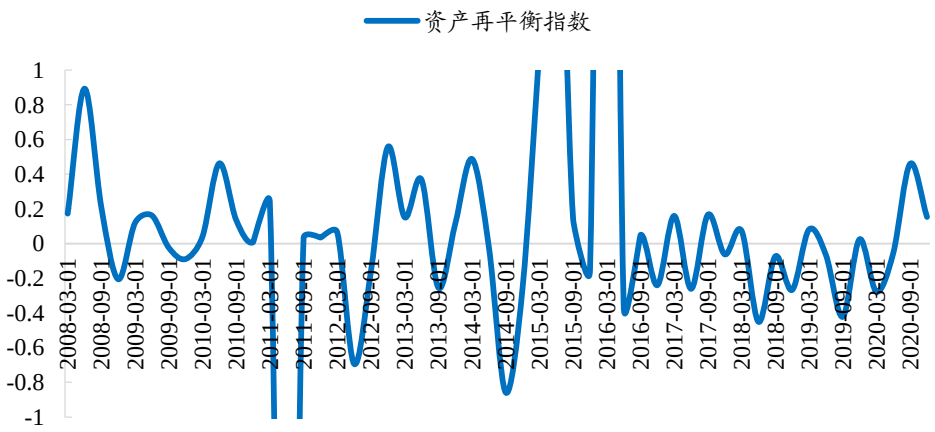
这里的资产再平衡，不是指广义的调整资产结构，而是特指根据风险平价、固定权重等原则，定期、不定期地重新配置资产。举个简单的例子，根据股债 60/40，当股票价格上涨、债券价格下降，股债>60/40，此时应减少股票持仓，增加债券购买，以恢复股债 60/40，这会导致股票价格下降、债券价格上涨。

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和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。

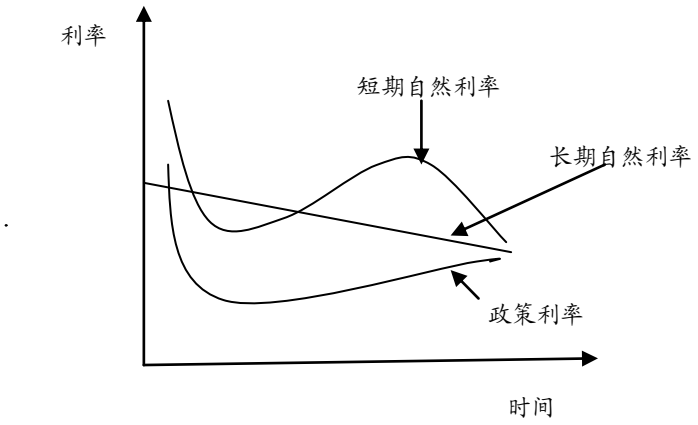
随时可触发的资产再平衡效应如何？实际上很多时候出现的股债跷跷板，就足以说明资产再平衡不是市场波动的主导因素。退一步说，一个现象到另一个现象有很多传导机制，即使某个时间点出现股债双杀、股债双牛，也很难认定是资产再平

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。

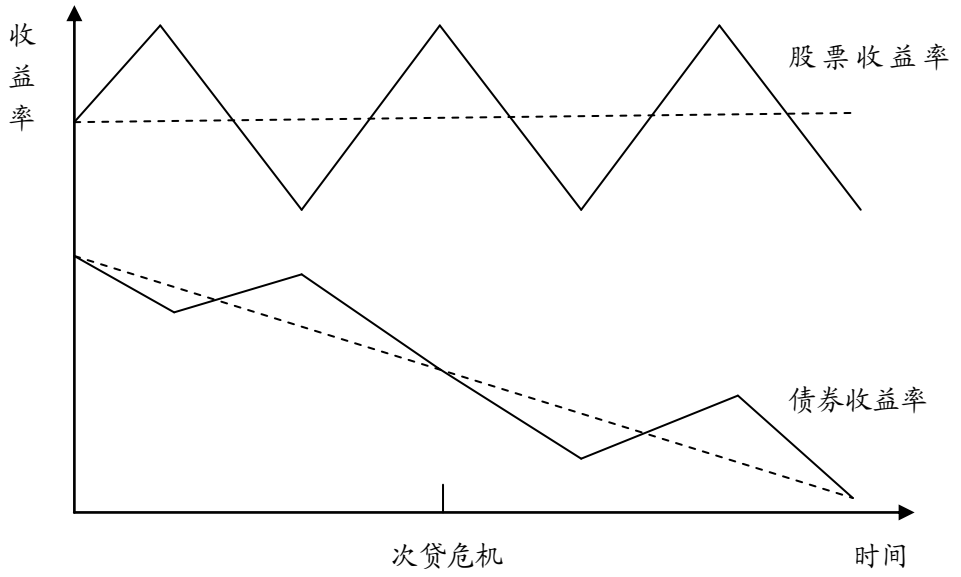
图2： 长期自然利率、短期自然利率与政策利率



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

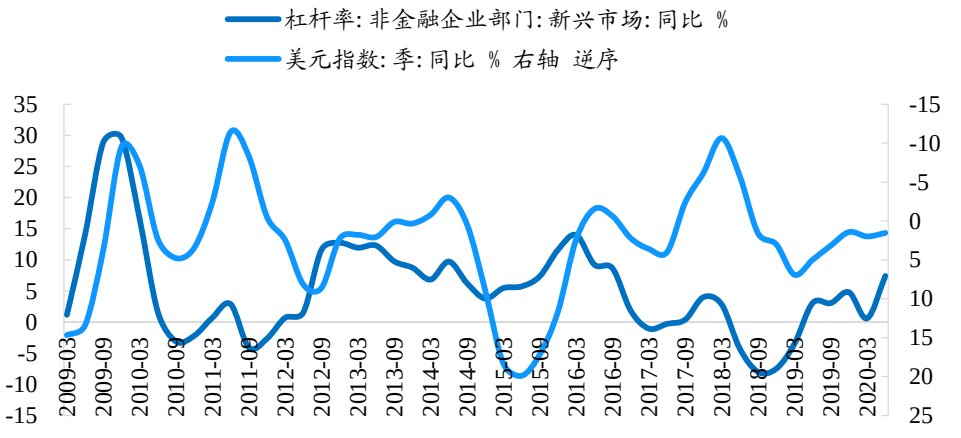


资料来源：新时代证券研究所

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.

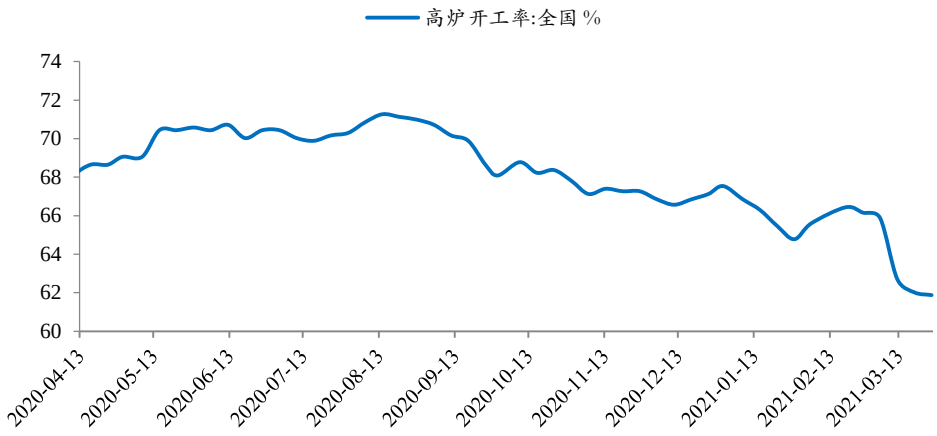
Koijen R, Koulischer F, Nguyen B, et al. Euro-Area Quantitative Easing and Portfolio Rebalancing[J]. American Economic Review: Papers & Proceedings, 2017, 107(5):621–627.

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

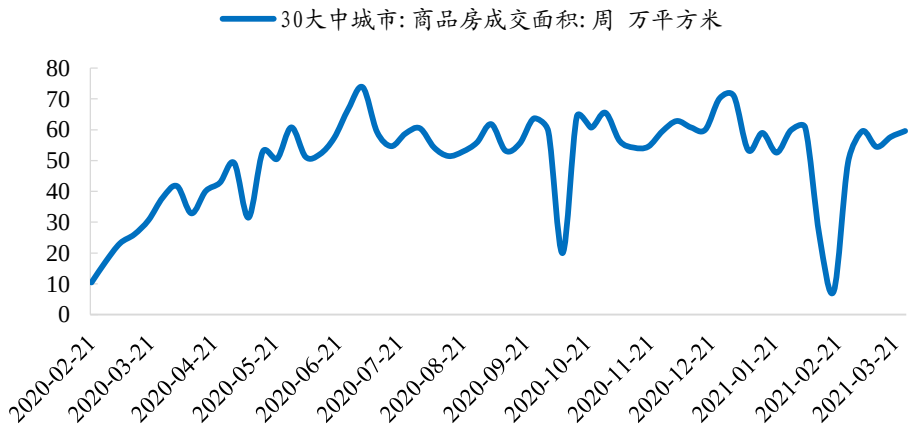


资料来源：Wind，新时代证券研究所

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

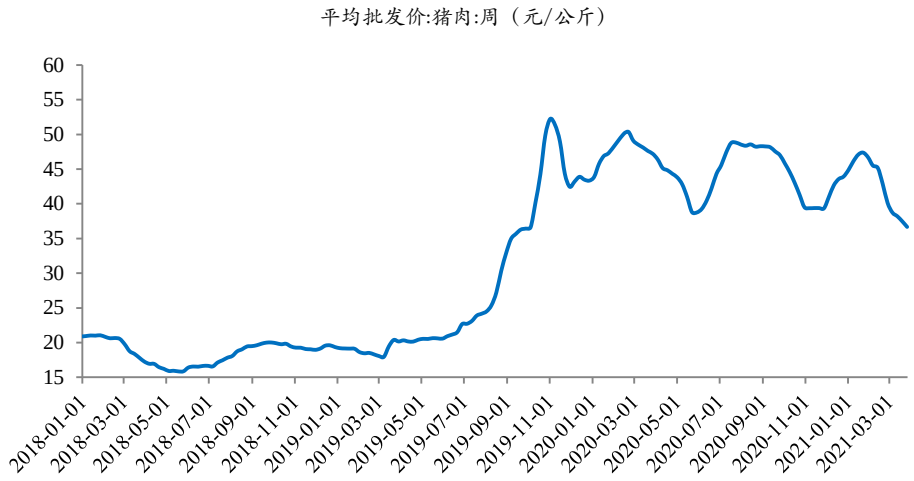


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

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

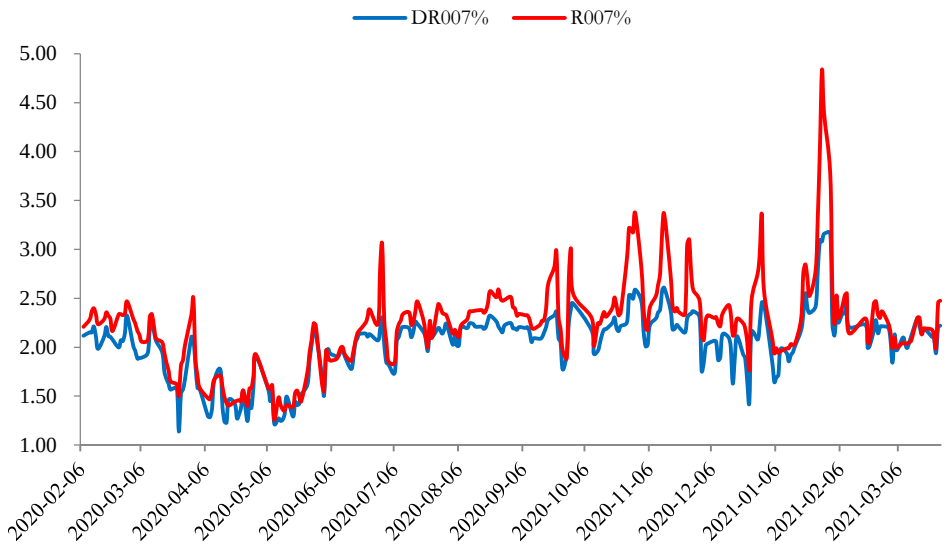


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 货币市场利率上行

上周，央行继续等额续作 OMO，货币市场利率上行，DR007、R007 分别上行 3.9、28.3 个 BP。

图8： 货币市场利率上行

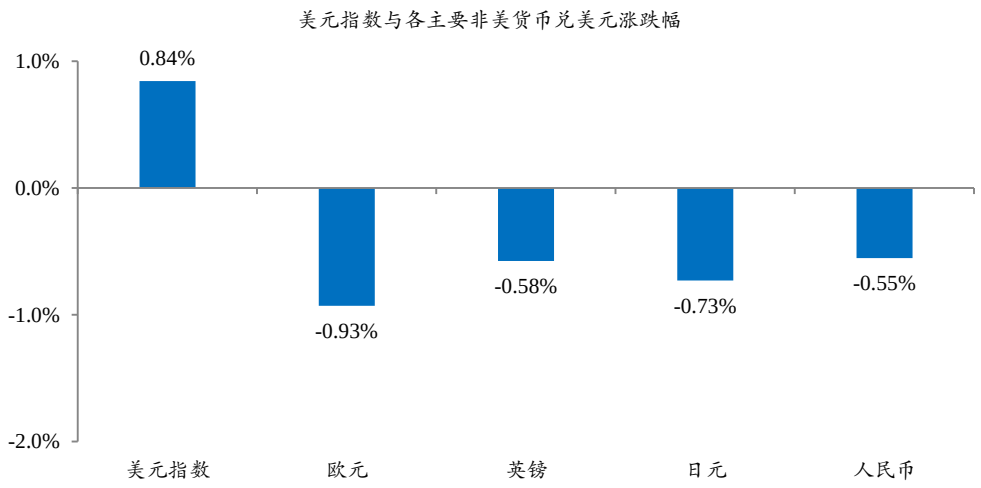


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、 人民币汇率贬值

上周，美元指数上升 0.84%至 92.73，欧元、英镑、日元、人民币兑美元分别贬值 0.93%、0.58%、0.73%、0.55%。

图9： 人民币汇率贬值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁　爽　销售总监**	
	固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn	
上海	**阎喜蒙　销售副总监**	
	固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn	
广深	**丁培培　销售经理**	
	邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层　　邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/