



投资组合策略系列一： 高相关、高分化，如何应对？

相关度、分化度两个概念近似，但有所区别，其分别为时间序列数据与横截面数据。不同的相关度、分化度情况构筑了四种市场环境，在这四种市场环境下，对合意的持仓集中度、自上而下还是自下而上投研方法的选择、对于投资标的应侧重指数还是个股都会有所不同。

当前，全球资本市场跨市场、跨资产、资产内部的回报都呈现出明显的高相关、高分化的特点。我们预计，相关度与分化度会从极值水平回落，但预计较长时间内，相关度与分化度可能都将维持相对高位。这对于我们的策略布局至关重要：

- 高相关+高分化的市场环境更适宜兼顾自上而下与自下而上，更侧重于自下而上，标的选择更侧重于选股。
- 高相关度环境下，分散持仓带来的“分散持仓红利”会下降——因分散持仓而令投资组合整体波动性下降，这意味着集中持仓的机会成本下降。投资者可适度集中持有确信度较高的标的。
- 需自下而上的基础上抓住市场的分化行情，跨市场来看，我们更看好“线上经济”占比高、韧性强、复苏快、政策空间大的经济体；跨行业/板块的角度来看，看好“线上化”、“数字化”趋势带动下的投资标的；行业内部来看，我们更青睐溢价能力强、现金流状况好、多个增长趋势而非单一增长趋势支撑的龙头。
- 如果未来市场呈现高相关度、高分化的特征，那么市场必然将维持较高的波动率中枢。投资者需要针对高波动做好积极应对。
- 尤需要小心“均值回归”策略，因为分化可能令偏离较长时间内存在，资产回报可能持续分化而不进行“均值回归”，短期来看，价值因子很可能超跌反弹，但拉长时间轴，从板块构成及板块驱动力来看，成长因子很可能继续跑赢价值因子，分化或将持续。
- 基于高 beta 的科技成长股与现金所共同构建的“杠铃策略”可以更好地适应高相关度、高分化的市场环境。

蔡瑞，CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2020年6月4日

相关报告：

[《疫情冲击下的十大机遇》](#)

(2020-02-14)

目录

相关度 vs 分化度.....	3
相关度≠分化度.....	3
相关度和分化度为何重要？——影响持仓集中度、投研方法、投资标的侧重.....	5
全球市场相关度、分化度的现状及展望	12
现状：相关度剧升、分化度加剧.....	12
展望：相关度与分化度逐步回落，但仍维持较高水平.....	17
投资策略应用	20
高相关、高分化的市场环境：兼顾自上而下与自下而上.....	20
可适度集中持仓.....	20
抓住分化行情：国别、行业/板块、内部分化	21
预计市场整体将维持较高波动.....	22
谨慎看待“均值回归”，中长期成长因子或继续跑赢价值因子.....	23
杠铃策略：拒绝平均抓两端.....	24

投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？

在疫情的冲击下，短短数月，全球市场经历了大跌与大反弹。对市场走势的解读有多个维度，而我们从资产收益特征的角度对市场进行剖析，发现全球资本市场跨市场、跨资产、资产内部都呈现明显的高相关、高分化的特点。

我们预计，相关度与分化度会从极值水平回落，但由于基本面的因素驱动，预计较长时间内，相关度与分化度可能都将维持相对高位水平。

在此判断基础上，我们设计了适合的投资策略来应对高相关、高分化下的市场环境：1) 兼顾自上而下与自下而上，侧重于自下而上；2) 可适度集中持仓；3) 抓住国别、行业/板块、内部分化的行情；4) 预计市场整体将维持较高波动；5) 谨慎看待“均值回归”，中长期成长因子或继续跑赢价值因子；6) 杠铃策略更加适用，拒绝平均抓两端。

相关度 vs 分化度

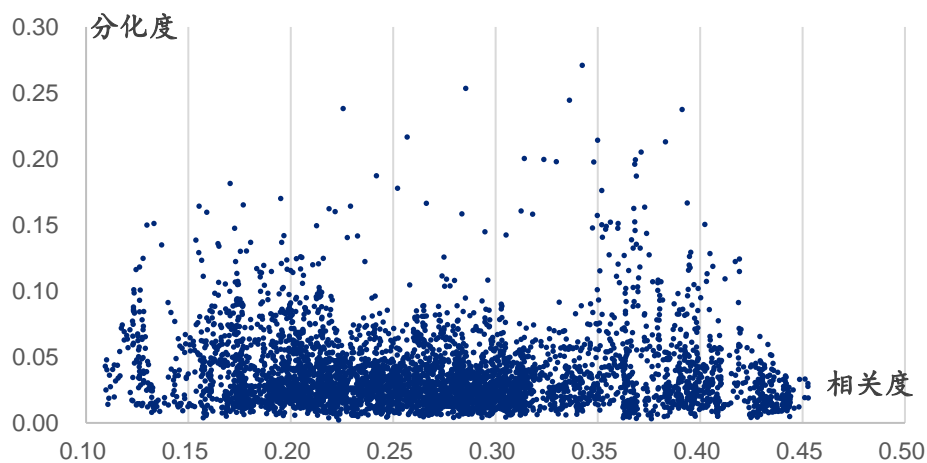
● 相关度 \neq 分化度

市场通常容易将相关度与分化度混为一谈，但**相关度 \neq 分化度**。

- **相关度**：衡量在一定时间内，两个变量有多大程度上同向波动，为**时间序列数据 (Time-series data)**
- **分化度**：衡量两个变量在某一时间节点有多大程度 (**magnitude**) 的背离，为**横截面数据 (Cross-sectional data)**

如下图所示，高相关度并不必然等于低分化，低相关度也并不必然等于高分化。

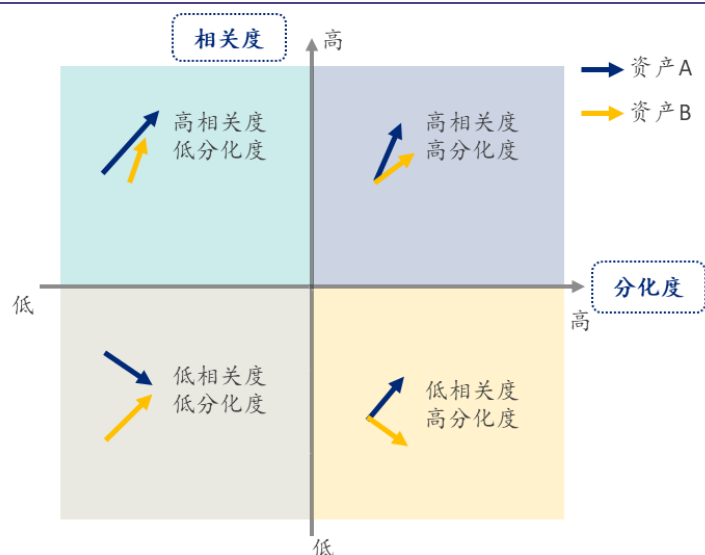
图表 1: 资产回报分化度与相关度没有必然联系 (全球多资产)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

按相关度 vs 分化度的组合，可能出现相关度与分化度的四种不同搭配，如下图所示：

图表 2: 相关度 vs 分化度四种情况下的资产回报走势



资料来源: 浦银国际

● 相关度和分化度为何重要？——影响持仓集中度、投研方法、投资标的侧重

不同的相关度、分化度情况构筑了四种市场环境，在这四种市场环境下，持仓集中度、选择自上而下还是自下而上的投研方法、以及对于投资标的应侧重指数还是个股都会有所不同。

图表 3: 不同市场环境下，持仓集中度，投研方法和投资标的侧重不同

市场环境	解析	适用投研方法	持仓分散度	适用投资标的	跑赢指数难度
高相关、 高分化	宏观因素主导需要自上而下，但资产表现的高分化需要自下而上抓住分化行情，由于相关度高，“分散持仓”红利低，可以适当集中持仓。	自上而下+自下而上，对于可对冲的策略侧重于自下而上	偏集中	侧重选股	相对容易跑赢指数
高相关、 低分化	宏观因素主导需要自上而下，资产表现低分化令自下而上的必要性降低，可以适当集中持仓	自上而下	偏集中	指数	最难跑赢指数
低相关、 高分化	微观因素主导需自下而上，资产表现的高分化更凸显了自下而上的必要性，相关度低，“分散持仓”红利高，可以分散持仓。	自下而上	分散	选股	最容易跑赢指数
低相关、 低分化	微观因素主导需自下而上，但低分化令自下而上的必要性降低，相关度低，“分散持仓”红利高，可以分散持仓。	自下而上+自上而下，对于可对冲的策略侧重于自上而下	分散	侧重指数	相对难跑赢指数

资料来源：浦银国际

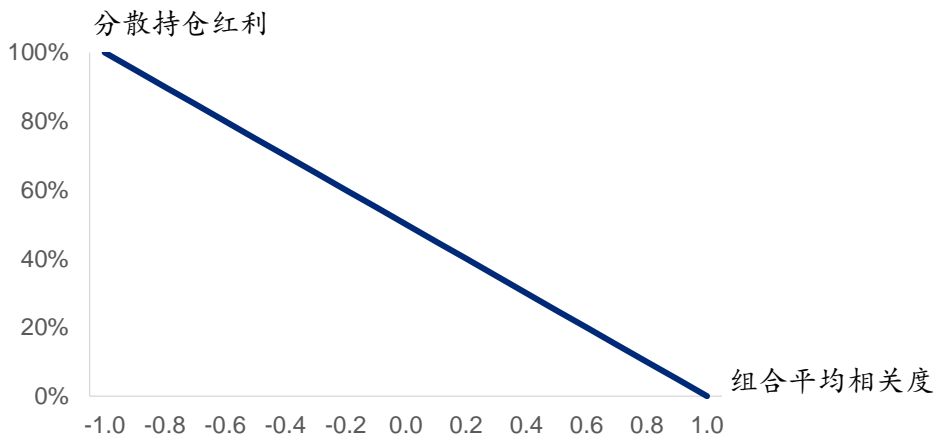
1. 持仓集中度

投资人合意的持仓集中度，很大程度上取决于投资标的之间的相关度。

当市场呈现高（低）相关度时，往往意味着：由于低（高）相关度可以降低（增加）投资组合整体波动性。相关度越低，分散投资可以令整体波动降低越为明显，这正是分散投资的“红利”，当市场呈现高相关度特征时，“分散持仓红利”下降（“分散持仓红利”= 因分散而下降的组合波动占相关度为1时投资组合波动的占比），集中持仓的机会成本也在下降。

我们计算了 S&P 500 等额权重指数（每个成分股等额权重，相当于一个高度分散的持仓）的年度回报方差与 S&P 500 指数（市值加权，成分股的权重差异大，相当于一个相对集中的持仓）的年度回报方差的差额。两个指数成分股一模一样，唯一的区别就是成分股的权重。我们可以发现，两个指数的方差差值与美股相关度高度相关，这意味着相关度越高，集中持仓（S&P 500）比分散持仓（S&P 500 等额权重指数）越有优势，因为相应的波动越小（即等额权重指数的波动越大）。

图表 4: “分散持仓红利”随着相关度增加而下降



资料来源: 浦银国际

图表 5: 高相关度时，分散持仓波动更大



资料来源: Factset, 浦银国际

2. 投研方法

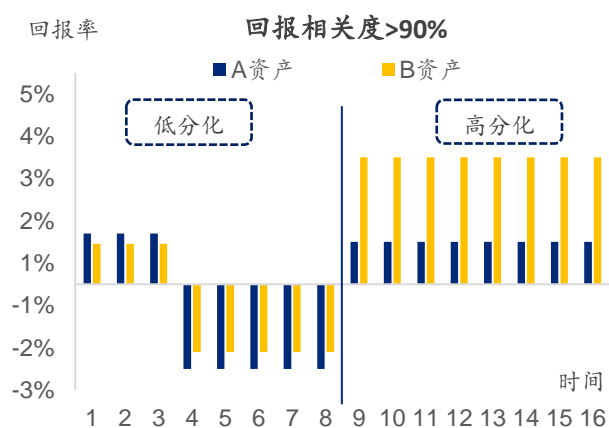
● 市场的相关度高低会直接影响投研方法采用自上而下还是自下而上

当市场呈现高（低）相关时，由宏观（微观）因素所驱动，我们观察各类资产的相关度变化。当资产相关度高时，市场的驱动因素几乎都是：金融/经济危机以及央行政策变化等宏观层面因素，这会加大自下而上标的选择难度。当资产相关度低时，自下而上的标的选择难度大幅降低。

● 但市场的分化度高低同样也会影响投研方法

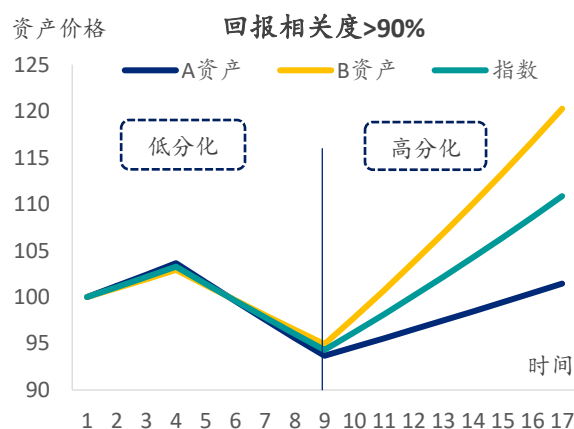
我们模拟了两个资产标的在分别回报高相关（回报相关度已超过 90%）及低相关（回报相关度已低于-90%）情况下的价格走势。不难发现，在高相关、高分化的市场环境下，虽然资产回报的相关度极高，两类资产同向波动，但由于收益高度分化，随着时间推移，两类资产的累积收益差异越来越大。这就凸显了自下而上的必要性。

图表 6: 资产回报高相关下的低分化、高分化



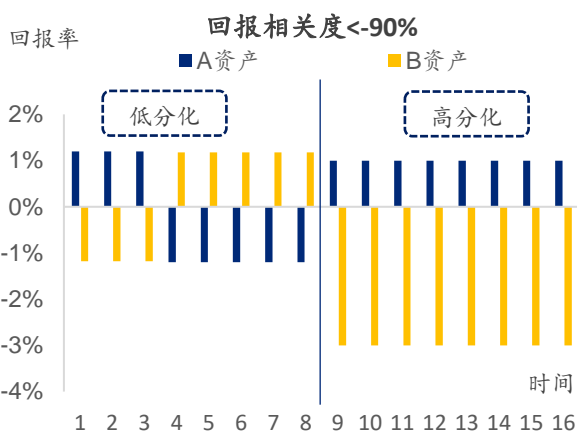
资料来源：浦银国际

图表 7: 资产回报高相关下的低分化、高分化的价格走势



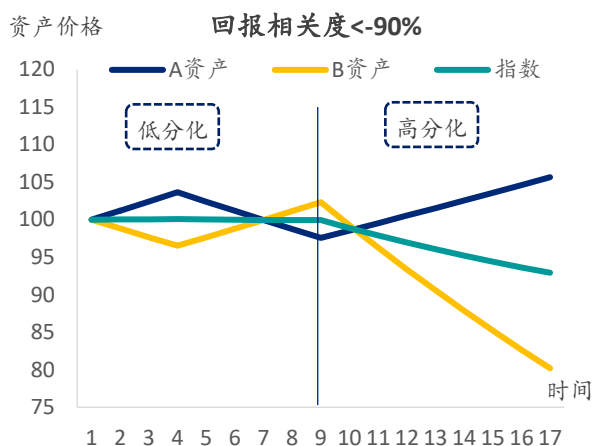
资料来源：浦银国际

图表 8: 资产回报低相关下的低分化、高分化



资料来源: 浦银国际

图表 9: 资产回报低相关下的低分化、高分化的价格走势



资料来源: 浦银国际

如前文分析所述: 高相关性意味着宏观因素主导, 自然需要自上而下, 低分化意味着自下而上寻找分化的必要度降低, 自然是自上而下。因此:

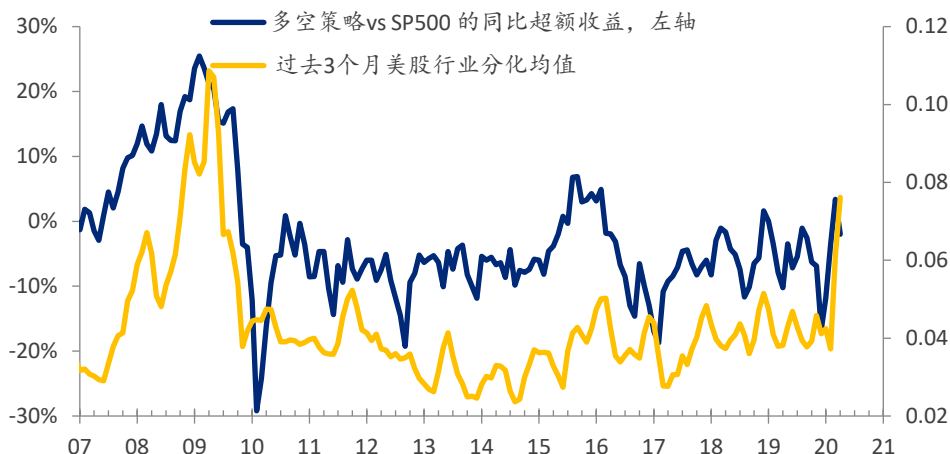
- 高相关、低分化的市场环境: 毫无疑问适合采取自上而下;
- 低相关、高分化的市场环境: 适合采取自下而上。

但如果高(低)相关与高(低)分化进行搭配, 这就要求兼顾自上而下和自下而上。

但需要强调的是, 对于可对冲的策略而言, 由于可以做空, 资产之间的相关度可以直接变为负, 例如: 资产 A 与资产 B 的相关度为 90%, 则资产 A 与做空资产 B 的相关度就为-90%。

我们计算了股票多空策略相较于 S&P 500 指数同比回报的超额收益, 该超额收益与美股的行业分化度高度相关 (已超过 65%), 这意味着, 分化度对于收益的影响更大 (因为多空策略可以进行相关度的大小切换, 因此, 分化度会比相关度更为重要)。最为极端的是市场中性策略, 市场中性策略多空通过构建 Beta 近似于 0 的投资组合, 其收益完全来自于 Alpha, 因此分化度越大, 越有利于市场中性策略取得超额收益。

图表 10: 股票多空策略的超额收益与行业分化度密切相关



注: 多空策略的回报的计算基于瑞信对冲基金指数的多空策略指数
资料来源: 瑞信、浦银国际

图表 11: 市场中性策略的超额收益与行业分化度高度相关



注: 市场中性策略的回报的计算基于瑞信对冲基金指数的多空策略指数
资料来源: 瑞信、浦银国际

通过对冲可以进行相关度的大小切换。某种程度上来说, 分化度对于投研方法的选择影响, 可能比相关度更大。这意味着:

- 高相关、高分化的市场环境: 如果可进行对冲操作, 那么投研方法会在两者兼顾的基础上更侧重于自下而上;
- 低相关、低分化的市场环境: 如果可进行对冲操作, 那么投研方法会在两者兼顾的基础上更侧重于自上而下。

下表我们综合了在四种不同市场环境下所适用的投研方法：

图表 12: 不同市场环境下适用的投研方法有所不同

市场环境	解析	适用的投研方法
高相关、高分化	宏观因素主导需要自上而下，但资产表现的高分化需要自下而上抓住分化行情，由于相关度高，“分散持仓”红利低，可以适当集中持仓。	自上而下+自下而上，对于可对冲的策略侧重于自下而上
高相关、低分化	宏观因素主导需要自上而下，资产表现低分化令自下而上的必要性降低，可以适当集中持仓	自上而下
低相关、高分化	微观因素主导需自下而上，资产表现的高分化更凸显了自下而上的必要性，相关度低，“分散持仓”红利高，可以分散持仓。	自下而上
低相关、低分化	微观因素主导需自下而上，但低分化令自下而上的必要性降低，相关度低，“分散持仓”红利高，可以分散持仓。	自下而上+自上而下，对于可对冲的策略侧重于自上而下

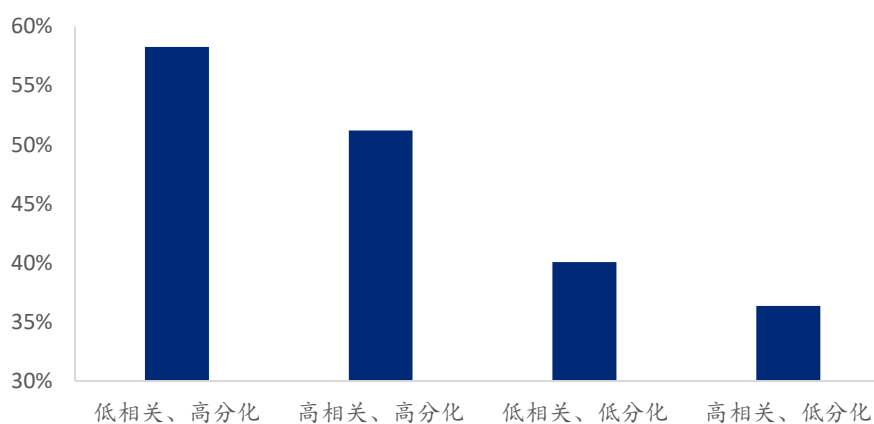
资料来源：浦银国际

3. 投资标的

由于绝大部分共同基金天然采取了以选股为主自下而上的投资方法，我们计算了超过 2800 家美股共同基金在不同市场时期跑赢 S&P 500 的基金数量占比，我们发现，美股共同基金是否能取得超额收益与市场环境密不可分，其跑赢指数的基金占比正好完美贴合了我们对于不同市场环境下适用的投研方法的分类：

- **低相关、高分化：**这是最适用采用自下而上的投研方法的市场环境，天然符合以自下而上选股为主的股票共同基金的投研方法，因此在此环境中，共同基金跑赢 S&P 500 的基金比重最高（58.3%）。或者也可以理解为，在此环境中最容易跑赢指数，因此有自下而上选股的必要性。
- **高相关、低分化：**这是最适用于采用自上而下的投研方法，而这正与自下而上选股为主的共同基金投研方法相悖。因此，在此环境中，共同基金最难跑赢 S&P 500（仅有 36.3% 的基金可以跑赢 S&P 500），在此环境中最难跑赢指数，因此自下而上选股的必要性大幅降低，可以直接配置指数以生成敞口。

图表 13: 美国共同基金在不同时期跑赢 S&P 500 的基金数量平均占比 (2000-2020 年)



注：共有 2894 只基金，我们将 2000 年以来的分化度、相关度分别分为前后 50%，这样总共分出了 4 个市场时期
资料来源：浦银国际测算

图表 14: 不同市场环境下适用的投资标的不同，跑赢指数的难度不同

市场环境	适用的投研方法	适用的投资标的	跑赢指数的难度
高相关、高分化	自上而下+自下而上，对于可对冲的策略侧重于自下而上	侧重选股	相对容易跑赢指数
高相关、低分化	自上而下	指数	最难跑赢指数
低相关、高分化	自下而上	选股	最容易跑赢指数
低相关、低分化	自下而上+自上而下，对于可对冲的策略侧重于自上而下	侧重指数	相对难跑赢指数

资料来源：浦银国际

全球市场相关度、分化度的现状及展望

疫情冲击下，我们密切留意全球大类资产的动向，我们发现，不论是避险类资产还是风险资产，全球各类资产都呈现了相似的特征，资产回报相关度骤然上升，而资产回报的分化也在加剧。

● 现状：相关度剧升、分化度加剧

随着疫情在全球蔓延，我们留意到，全球各类资产都出现了相关度大幅飙升的情况，与此同时，也呈现出明显的分化特征。

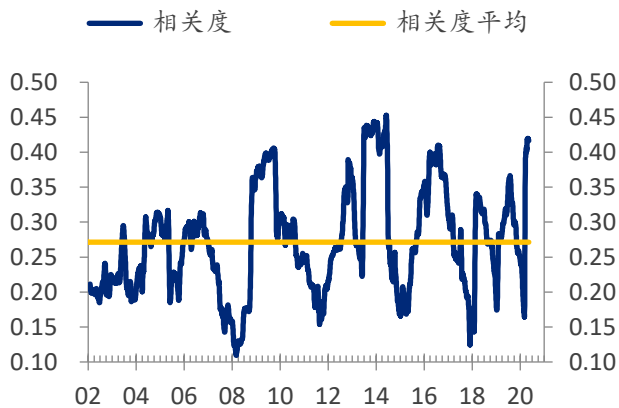
1. 全球多资产相关度、分化度：大幅上升

我们所构建的全球多类资产的平均相关度指标涵盖全球股票、信用债、国债、商品、外汇、另类资产，指标显示，全球多资产的平均相关度大幅飙升。

从各资产内部，我们同样也可以观察到类似的现象，股票、债券（信用债、国债）、商品、外汇各类资产内部的相关度都大幅蹿升，股票资产尤为明显，全球股市跨地区、跨行业的相关度都创下了历史新高。

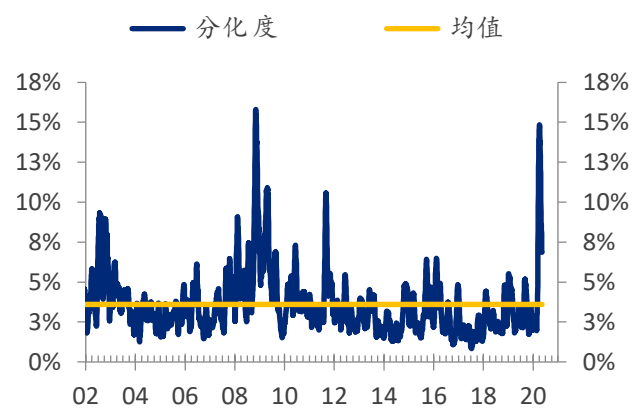
在表现出回报高度相关的同时，各类资产的表现以及资产内部，也呈现明显的分化特征。

图表 15: 全球多资产月度回报 1 年相关度



注：指数涵盖股票、信用债、国债、商品、外汇、另类资产等全球多类资产，各类资产的月度回报 1 年的相关度 资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 16: 全球多资产分化度



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

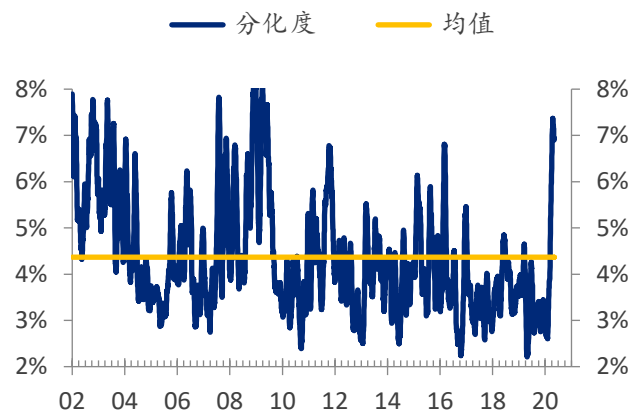
2. 全球股市

图表 17: 全球股市跨地区月度回报 1 年相关度



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 18: 全球股市跨地区分化度



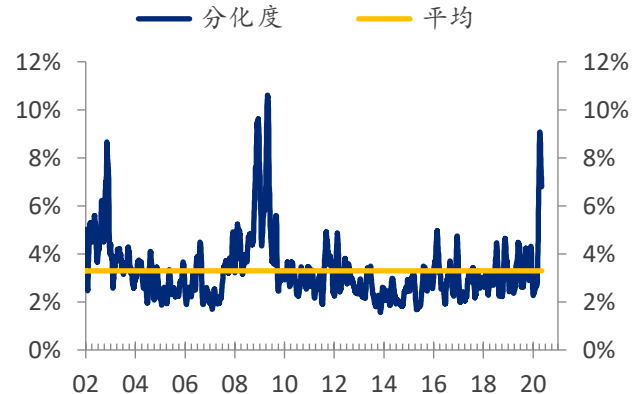
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 19: MSCI AC 全球指数跨行业月度回报 1 年期相关度



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 20: MSCI AC 全球指数跨行业分化度



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

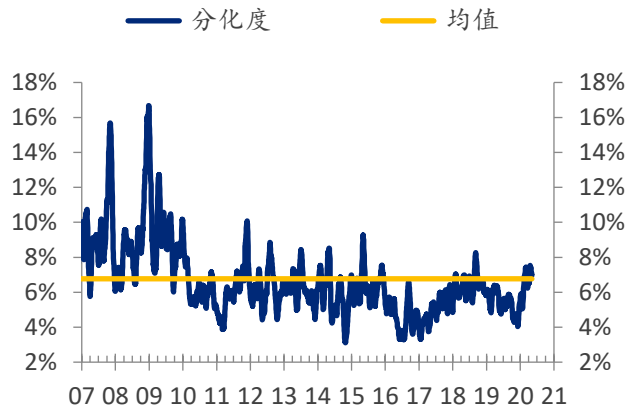
3. 中、美股市

图表 21: 中国股市跨行业的月度回报 1 年相关度



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 22: 中国股市跨行业分化度



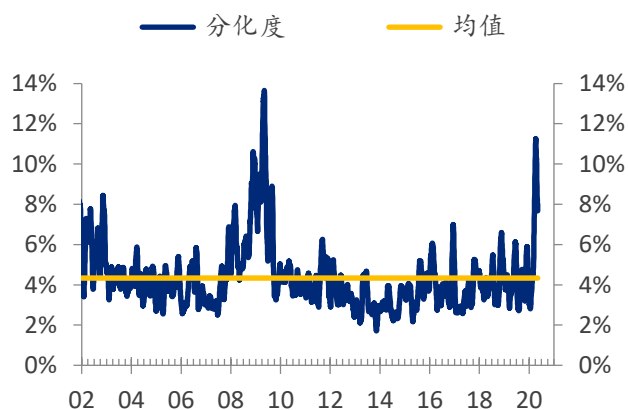
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 23: 美股跨行业的月度回报 1 年相关度



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 24: 美股跨行业分化度



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

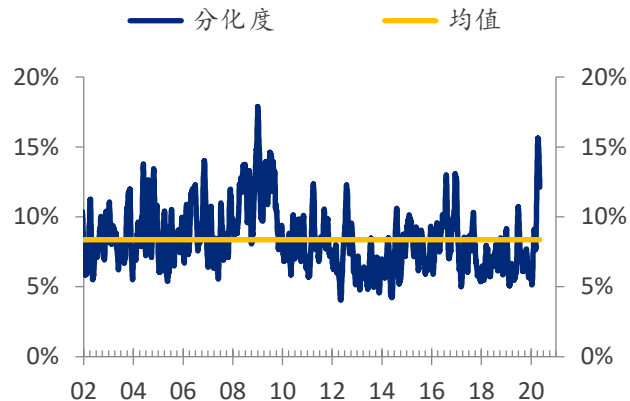
4. 全球商品市场

图表 25: 全球商品市场的月度回报 1 年相关度



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

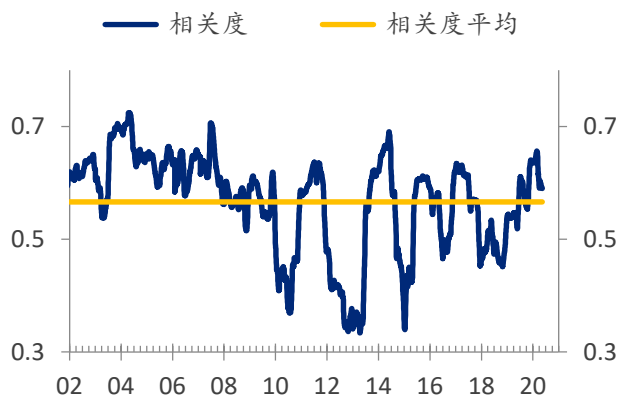
图表 26: 全球商品市场分化度



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

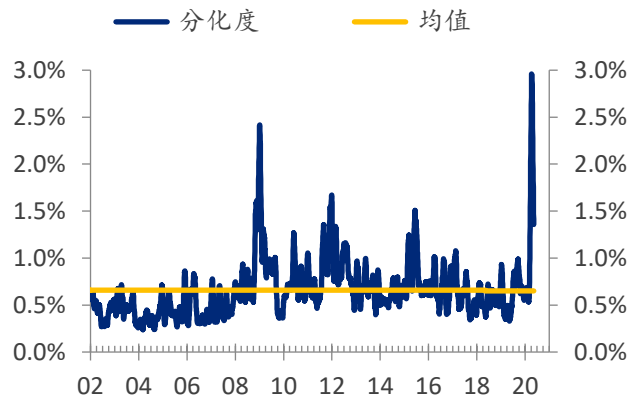
5. 全球国债市场

图表 27: 全球国债的月度回报 1 年相关度



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

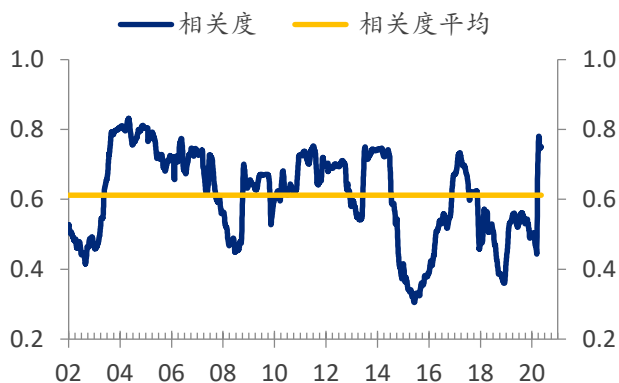
图表 28: 全球国债分化



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

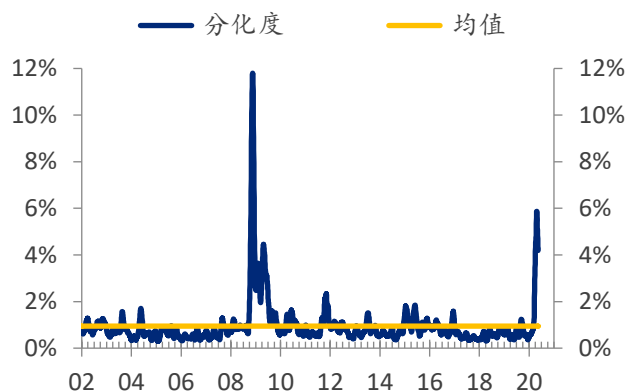
6. 全球信用债市场

图表 29: 全球信用债的月度回报 1 年相关度



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 30: 全球信用债分化度



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

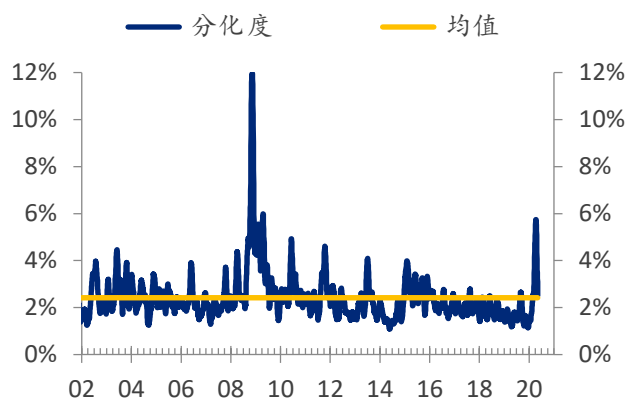
7. 全球外汇市场

图表 31: 全球汇市的月度回报 1 年相关度



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 32: 全球汇市分化度



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

● 展望：相关度与分化度逐步回落，但仍维持较高水平

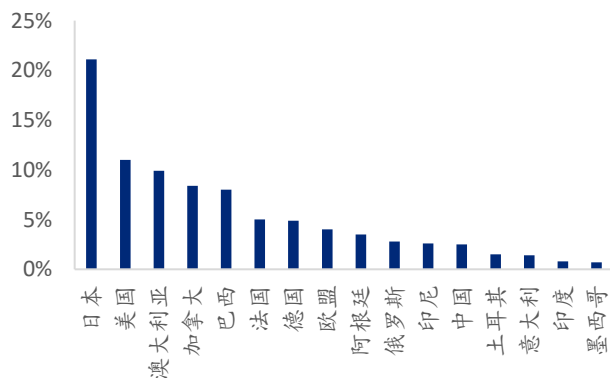
展望未来，随着全球资本市场不断趋稳，相关度与分化度都很可能会逐步回落，但未来，相关度和分化度很有可能维持高于均值的水平，且持续时间较长，呈现出较高相关度、较高分化度共存的特征。

● 高相关度：

在疫情最凶猛的第一波冲击下，全球各类资产的相关度飙升。随着资本市场的逐步缓和，全球资产的相关度将逐步回落，但预计资产之间以及资产内部的相关度仍将维持于相对高位，因为宏观层面的因素仍将是未来全球资本市场的主导因素：

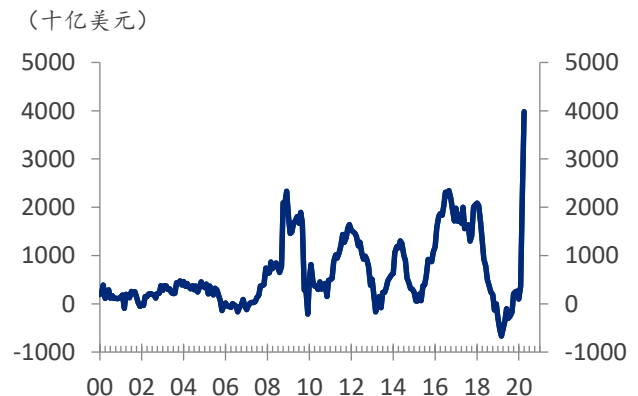
- 1) 历史经验来看，危机过后，高相关度通常会维持较长时间，2008年金融危机过后，全球资本市场（跨资产与各大类资产内部）的高相关度持续了3-5年。
- 2) 疫情的冲击具有全面性，各类资产之间的联系更紧密，相关度提升。
- 3) 疫情走势、是否会出现二次冲击、各国复工进度、疫苗研发进度等因素仍是市场的决定性的力量。
- 4) 全球地缘政治状况，尤其是中美经贸等领域的摩擦有抬头的趋势，全球的经贸宏观环境面临诸多不确定性。
- 5) 全球央行、财政政策都活跃且宽松。针对疫情蔓延，各国政府累积已经宣布了超过8万亿美元的财政刺激计划，全球央行也纷纷扩表，过去12个月，美日欧央行资产规模合计增长约4万亿美元。

图表 33: 部分 G20 国家新冠肺炎相关财政刺激 GDP 占比



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 34: 美日欧央行资产规模年度合计增量



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

- **高分化度：**

疫情的冲击是全球性的，但疫情全面冲击下影响却是存在分化的：

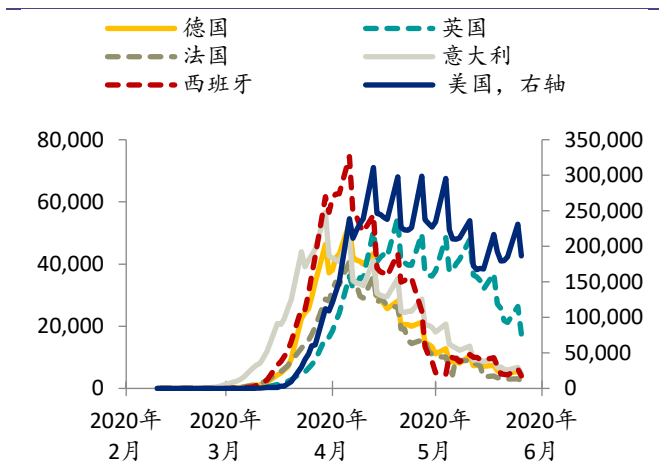
- 1) **疫情的各国走势存在分化。**各国的疫情走势不同，欧美国家的新增人数已经连续下行，而印度、墨西哥、巴西等新兴市场国家疫情依然不容乐观，新增人数依然在继续增加。如果再考虑到新兴市场国家整体的医疗水平、人均床位数等，与欧美国家相比有较大差距，疫情对于新兴市场国家的打击与冲击可能更大。
- 2) **各国的经济韧性有分化。**疫情冲击下，各经济体抗冲击能力分化，复苏速度也有所分化，举例而言，对比欧元区和美国经济，过去 15 年中，绝大多数时候，美国制造业 PMI 都高于欧元区（即差值大于 0）。遭遇金融危机后，美国制造业较欧元区恢复得更快。
- 3) **各国政策有所分化。**为应对疫情，各国财政、货币政策都极为宽松，但未来预计将逐步分化：

货币政策来看，在经历了 3 月的全球性货币政策大宽松后，4 月各国央行的货币政策已经初现分化：美联储、澳大利亚央行的 QE 规模已经开始边际缩减；欧央行继续苦苦支撑，突破性地尝试将高收益债纳入抵押品范围；日本央行继续加码宽松，扩大对于票据与公司债的购买规模，韩国央行开始购买国债。

财政政策端同样存在分化，欧美等国更偏向直接发放现金补助，而中国则推出了以 5G 基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网等领域为代表的“新基建”，不同于 2008 年金融危机后大水普灌的“四万亿”，当前的财政刺激方向针对性更强，既增总量又调结构。

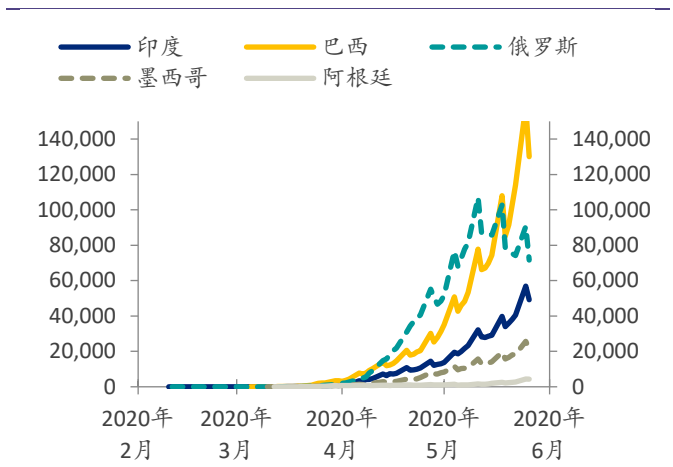
- 4) **疫情的冲击具有全面性，但行业影响却有所不同，**疫情最主要是冲击服务业、旅游业等，而“线上经济”占比较高的国家及相对应的资产相对韧性较大。就资本市场的表现来看，线上与线下标的的价格走势呈明显分化，预计这个趋势将维持较长时间。
- 5) **“赢者通吃”局面会被强化，即使同行业内部也会存在分化。**此次疫情冲击不亚于一次大型行业再洗牌，抗风险能力较弱的中小企业很容易被淘汰，行业龙头一方面抗风险能力较中小企业更强，更容易存活；另一方面，在疫情后，存活下来的行业龙头或将占据被淘汰企业原有的市场份额。

图表 35: 欧美新增确诊人数 (7 日)



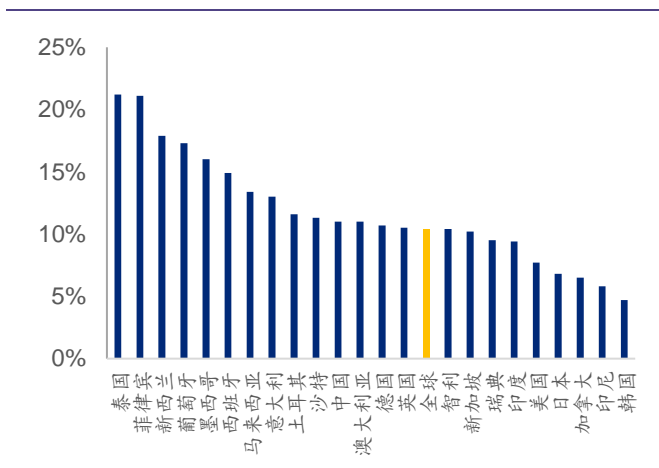
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 36: 新兴市场新增确诊人数 (7 日)



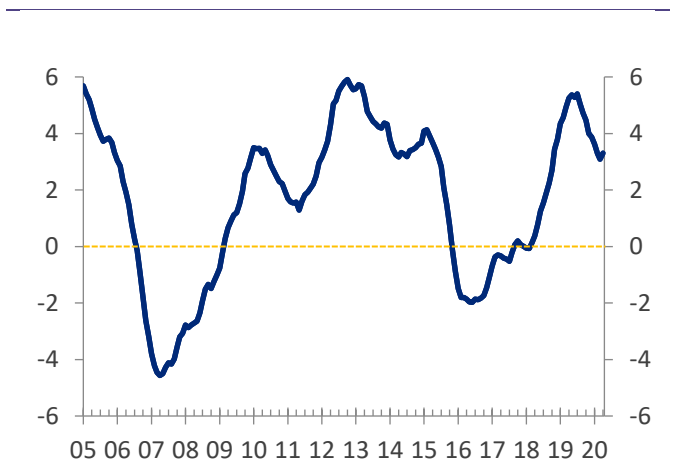
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 37: 各国旅游业的 GDP 占比%差异大



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 38: 欧美制造业 PMI 差值



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

投资策略应用

- **高相关、高分化的市场环境：兼顾自上而下与自下而上，侧重于自下而上**

在“相关度和分化度为何重要？---影响持仓集中度、投研方法、投资标的侧重”一节中，我们已分析了相关度、分化度的一系列影响。

高相关度的投资环境，意味着宏观因素对于市场走势有非常重要的影响，我们需要自上而下进行追踪，但这并不意味着自下而上不再重要。恰恰相反，由于市场同时呈现高分化的特征，自下而上在当前的投资环境中变得极其重要。因此我们应该兼顾自上而下于自下而上，侧重于自下而上的投研方法。

在高相关、高分化的市场环境下，相对容易跑赢指数（跑赢指数的概率仅次于低相关、高分化），此时的投资标的应该侧重于个股选择上。对于可以进行对冲的基金而言，在高分化的市场环境下，市场中性策略相对更容易取得超额收益。

- **可适度集中持仓**

如前文所分析，在高市场相关度的环境下，分散持仓所带来的“分散持仓红利”会下降——因分散持仓而令投资组合整体波动性下降，这意味着，集中持仓的机会成本下降。在波动水平依然较高的市场下，投资者可适度集中持仓于确信度较高的标的。

但需要强调的是，集中持仓也意味着主动管理的比重会加大（相较于基准指数的偏离度会更大），在高分化的市场环境下，集中持仓也意味着投资组合会收益会更大程度上偏离基准指数收益。对于具有良好选股能力的投资人，应该借此机会进行布局，做大 Alpha。

● 抓住分化行情：国别、行业/板块、内部分化

基于高相关度、高分化度的市场特征，我们的投资策略，在自上而下关注宏观因素变动的基础上，尤为需要强调通过自下而上，抓住分化行情进行布局：

● 跨市场层面的分化：

中美等“线上经济”占比高、经济整体韧性相对强、复苏速度快、政策空间相对更大的经济体资产表现会相对较好。

需留意欧元区市场（“线上经济”占比低、劳动力市场缺乏弹性、复苏慢、政策协调性差、货币、财政空间极其有限）以及巴西、印度、俄罗斯等其他新兴市场（疫情走势仍不容乐观、整体卫生、防治条件弱于中美、经济韧性弱、“新经济”比重低）。

● 跨行业/板块层面的分化：

在我们此前的报告《[疫情冲击下的十大机遇](#)》中，已对行业趋势进行了分析。针对中国股市，我们梳理出了远程办公、在线教育、机器人、VR/AR、大数据、电商、机器人等受益于疫情冲击的多个行业趋势机遇，近几个月来，这些趋势下的投资标的都表现优异，我们仍然继续看好。

疫情冲击后，最大的趋势就是大幅加速原有的“线上化”和“数字化”趋势，消费、娱乐、办公、教育等多方面，线上化都大幅加速。部分变化很可能并非短期的权宜之计，值得我们长期关注和布局，例如：疫情期间，全球电商消费渗透率都大幅提升，远程办公很可能也会日益流行，Twitter 曾宣布，其部分员工可以“长久”（permanently）在家办公。

疫情冲击下，旅游、餐饮、航空等行业遭受的考验最为严峻，这些行业依赖于人流来往，预计在估值修复后，仍然将承担较大压力，因为疫情的持续时间仍有很大不确定性，且疫情的冲击很可能改变消费者的长期消费习惯。

● 行业/板块内部的分化：

如前文所述，疫情的冲击很可能会强化“赢者通吃”的局面，该趋势利好行业龙头。除此以外，我们还需要对龙头公司进行仔细梳理，对于龙头公司而言，我们的估值容忍度相对更高，更青睐“线上”占比高、溢价能力强、现金流状况好、多个增长趋势叠加而非单一增长趋势支撑的龙头。

● 预计市场整体将维持较高波动

相关度与分化度有内在联系，其关键连接点在于波动性。

平均相关度 ρ 可以理解为投资组合整体方差占组合各部分加权之和方差的占比：

$$\text{平均相关度 } \rho \approx \frac{V^2_{\text{投资组合整体}}}{V^2_{\text{投资组合加权}}}$$

而分化度 D^2 可理解为投资组合各部分加权之和方差与组合整体方差的差额：

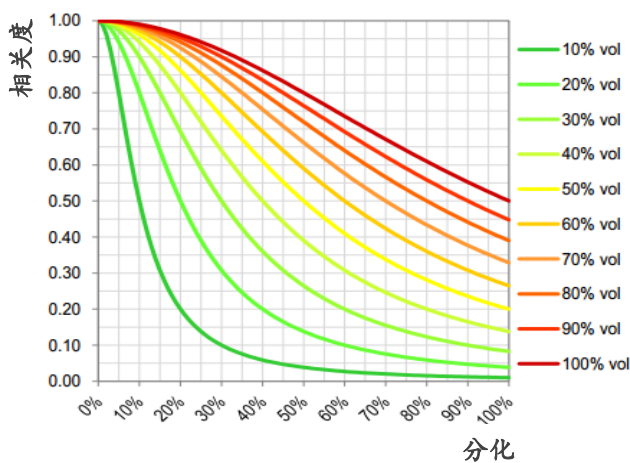
$$\text{分化度 } D^2 \approx V^2_{\text{投资组合加权}} - V^2_{\text{投资组合整体}}$$

基于以上关系，可以建立起相关度、分化度以及波动率的关系：

$$V^2_{\text{投资组合整体}} \approx D^2 \times \frac{\rho}{(1 - \rho)}$$

这意味着，对于市场而言，市场的整体波动与市场分化度、相关度正相关。如果未来市场呈现高相关度、高分化的特征，那么市场很可能将维持较高的波动率水平中枢。即使在疫情对全球资本市场冲击的至暗时刻已成为过去时，未来各类资产的投资者仍需要面对高于平均水平的波动率。

图表 39: 高分化、高相关必然对应高波动



资料来源：S&P, SPDBI

● 谨慎看待“均值回归”，中长期成长因子或继续跑赢价值因子

在“分化”背景下，尤其需要注意“均值回归”的策略，因为分化可能令偏离持续存在，资产之间的相对价格可能持续分化，而不进行“均值回归”。

例如，全球股市的价值 vs 成长因子的相对表现已经创下了极值，MSCI 发达市场、MSCI 新兴市场、MSCI 美国的价值 vs 成长因子的相对表现，都向下突破了 2000 年的低点，创下历史新低，MSCI 中国的价值 vs 成长因子也创下了 2001 年以来的新低。

不少投资人已开始下注“均值回归”，即价值 vs 成长因子的趋势逆转。但对此，我们表示谨慎，因为拆分来看，价值因子背后有大量的金融、工业等传统行业标的，而成长因子背后有大量的科技股。因此，成长股持续跑赢价值股的背后最大的驱动力，其实是科技互联网股的优异表现。

短期来看，价值因子很可能因超跌而技术性大反弹而暂时跑赢。

但拉长时间轴中长期来看，疫情冲击后，全球经济都加速“线上化”、“数字化”，很可能令科技互联网股继续跑赢。即价值很可能会继续跑输成长因子。

图表 40: MSCI 发达市场指数价值 vs 成长因子



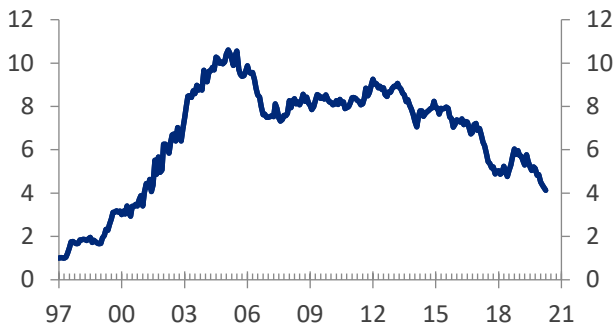
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 41: MSCI 新兴市场指数价值 vs 成长因子



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 42: MSCI 中国指数价值 vs 成长因子



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 43: MSCI 美国指数价值 vs 成长因子



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

● 杠铃策略：拒绝平均抓两端

著名投资人塔勒布根据风险的不对称分布，提出了著名的“杠铃策略”（Barbell strategy），即拒绝平均风险，将投资组合集中于极激进资产与极保守两端。我认为在高相关、高分化的市场环境下，“杠铃策略”这种双峰策略更为适用。

当前的市场环境高度相关，也高度分化：

- 一方面，市场具有高度不确定性，疫情对于经济的影响、疫情的持续时间、疫苗以及药物的研发及量产时间等等不确定因素较多。但应对不确定性，又令全球投资人面临安全资产“资产荒”的问题，10年期美债收益率在2000年科网泡沫破裂时10年期美债收益率将近7%，2008年金融危机和2011年欧债危机期间美债收益率也在3%以上，而如今不同于先前几次金融危机，过去投资人可以简单地将资产配置切换为安全性高的国债，可以在避险的同时，依然可以获得不错收益。如今，作为全球安全资产之锚的10年期美债收益率约0.6%，持有到期收益率极低，而价格进一步增长的空间也十分有限（美联储主席鲍威尔已经明确表示不打算实施负利率）。
- 另一方面，全球财政、货币都进行史无前例的大宽松，极低利率加上投资人对于现金购买力缩减的担忧，迫使投资人又不得不投入风险资产。

在这种分化的宏观环境下，投资人被迫变得“分裂”：被迫追求风险资产的同时，又不得不应对高风险的环境。在此需求下：杠铃策略相对可以更好满足投资人需求。我们假设有两个投资组合：

- X组合 100%投入 Beta 为 0.91 的资产 A——防御型板块，投资组合的 Beta 为 0.91
- Y组合 30%投入 Beta 为 0 的资产 B——现金，70%投入 Beta 为 1.3 的资产 C——科技成长股，投资组合的 Beta 为 0.91

虽然两个组合的整体 Beta 都为 0.91，但基于高 beta 的科技成长股与现金所共同构建的“杠铃策略”Y组合却更胜一筹。原因在于，其一方面保证了投资组合整体的防御性，但同时又可以抓住分化行情，从疫情后的新趋势中收益，与此同时，还预留部分现金，为未来市场出现大幅调整之际预留子弹。

这样投资组合韧性相对更强。当前的市场环境下，对于所谓的“防御型”板块需要谨慎。如果需要降低 Beta，直接持现即可，没有必要持有所谓低 Beta 的“防御性”板块。因为在高相关度的市场冲击下，“防御性”板块同样会受到波及，而当市场反弹时，又会因为 risk-off 而资金流出面临回调压力，这样很容易腹背受敌。

图表 44: 10 年期美债收益率%



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼