

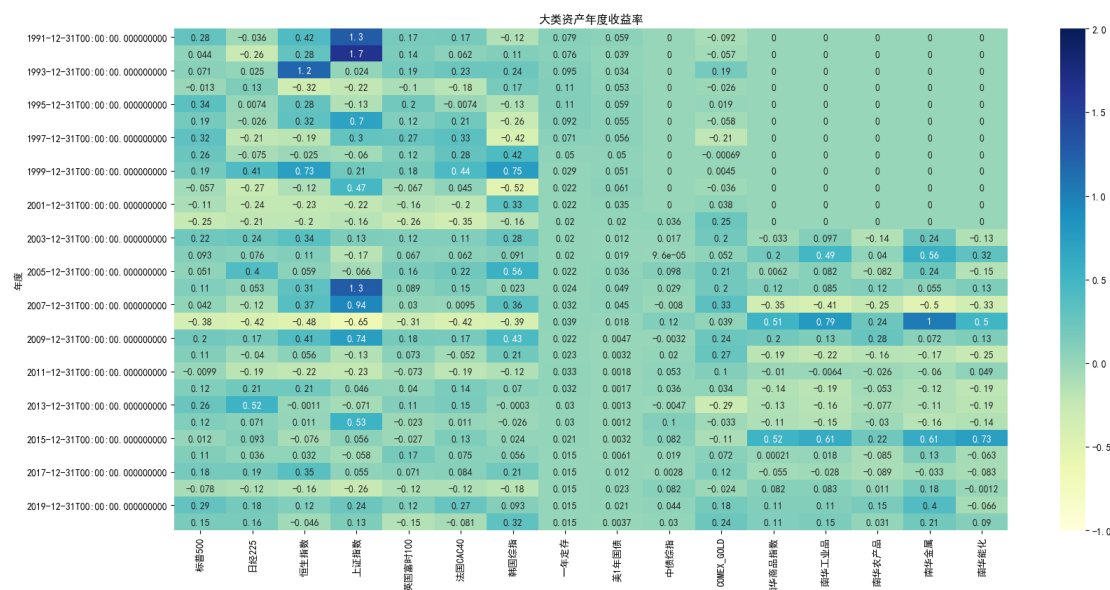
# 大类资产专题

**核心结论：**通过宏观经济数据来划分投资时钟，我们可以依据所划分的时钟周期得出如下结论。在股票类资产上面，衰退后期是比较好的入场时机，在滞胀早期是离场的好时机，若以股指期货来操作，则建议衰退后期、复苏期、过热期以做多思路为主，在滞胀期以做空为主。在债券类资产上面，若以国债期货做投资标的，衰退期以多头思路为主，复苏及过热期以空头思路为主。在大宗商品类资产上面，建议可以在期货市场建立头寸，衰退期以空头思路为主，复苏和过热期以多头思路为主，滞胀期价格震荡居多。目前时钟周期处于过热阶段。

本文首先统计了全球主要大类资产近 30 年的收益率，之后对大类资产间的相关度做统计分析。分析结果表明股票、债券、商品之间相关度较低，且呈现一定的负相关性。这样的结果为大类资产配置提供了理论和数据支撑。之后，通过对宏观经济的指标来对中国经济周期进行研究，通过划分投资时钟来对大类资产表现做统计，最后依据统计结果为大类资产配置及对冲策略提出建议。

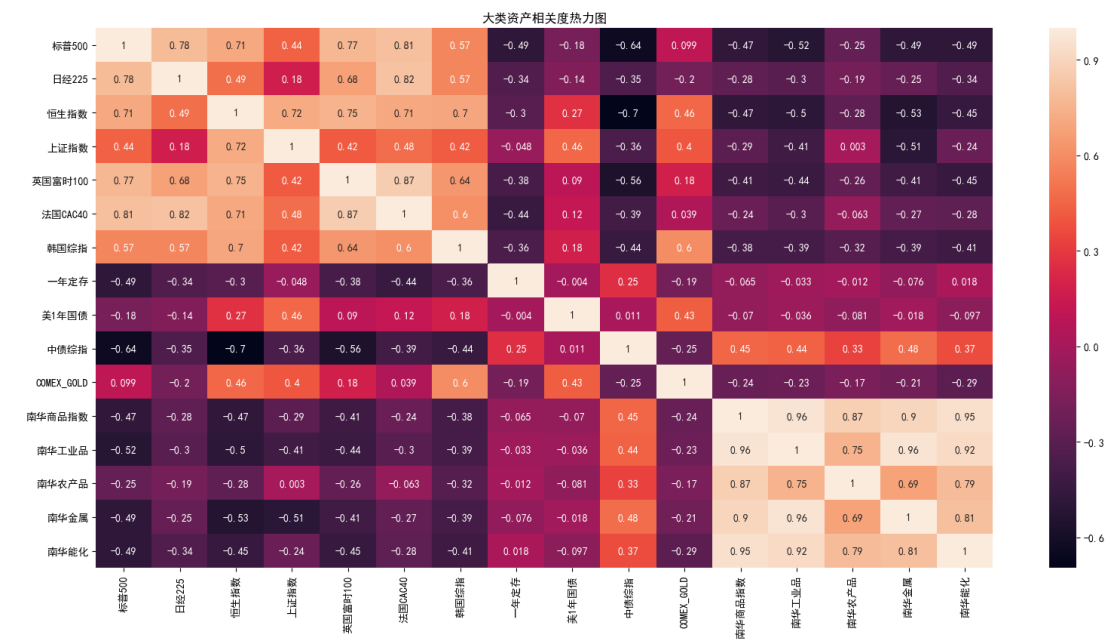
## 一、大类资产表现概述

### 主要大类资产 1991-2020 年化收益



数据来源：Wind，方正中期期货研究院

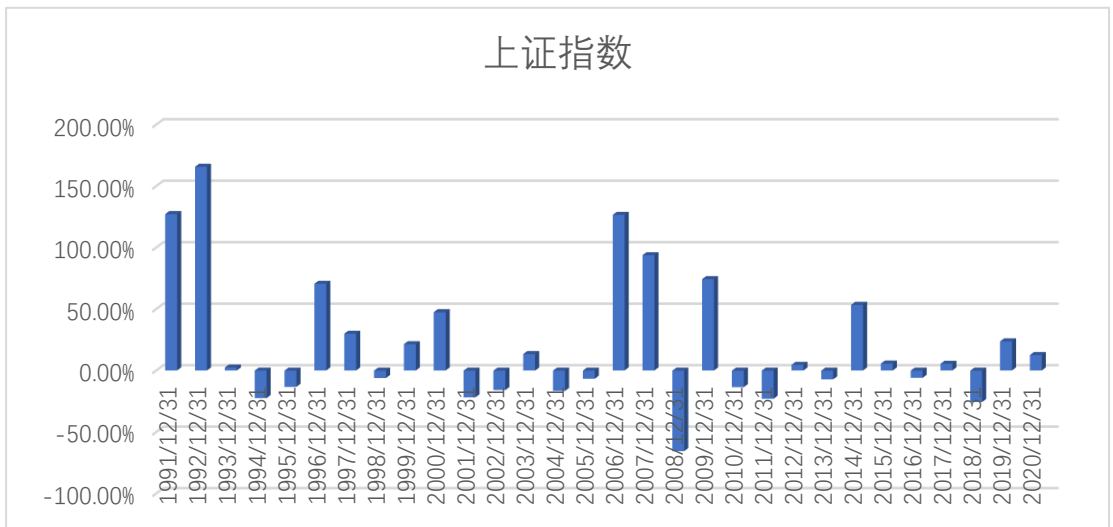
### 各大类资产间相关度

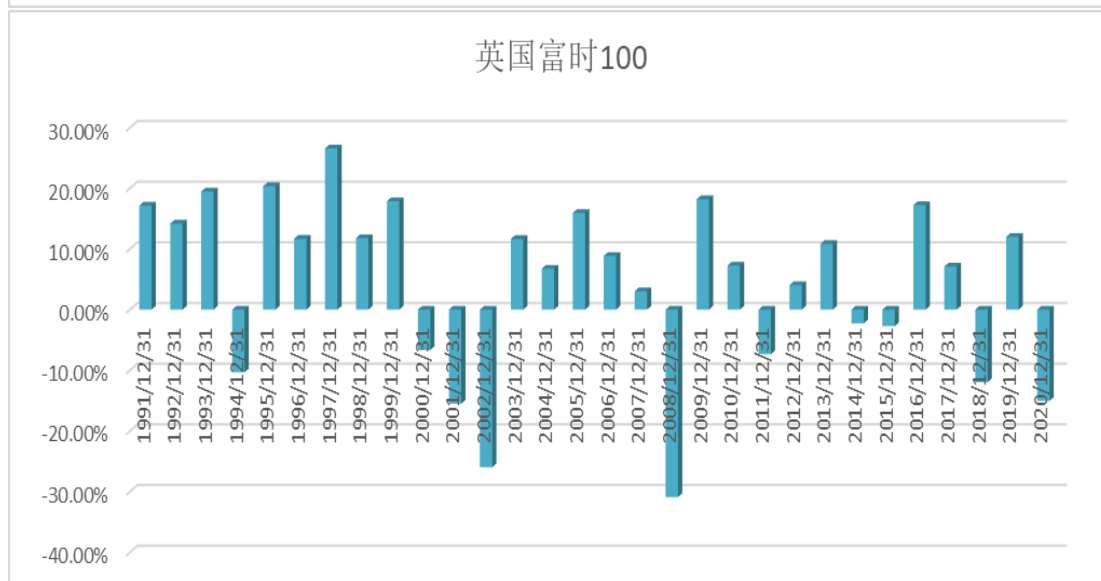
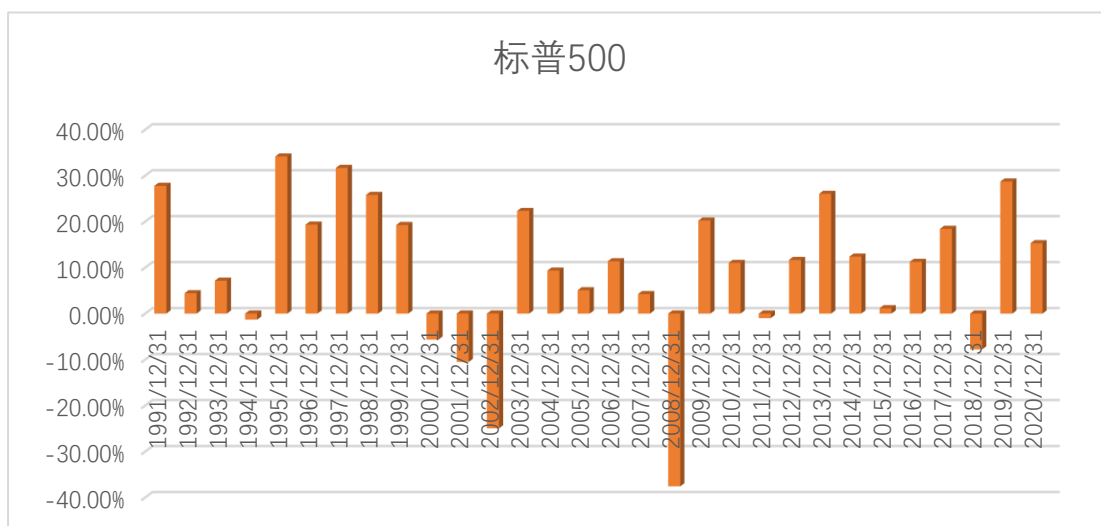


数据来源: Wind, 方正中期期货研究院

## 股票类资产

以下为近 30 年部分全球主要股指的表现。





数据来源: Wind, 方正中期期货研究院

通过对年化收益及其波动率统计, 在以下几类股票指数中, 上证综指的年化收益和波动率均

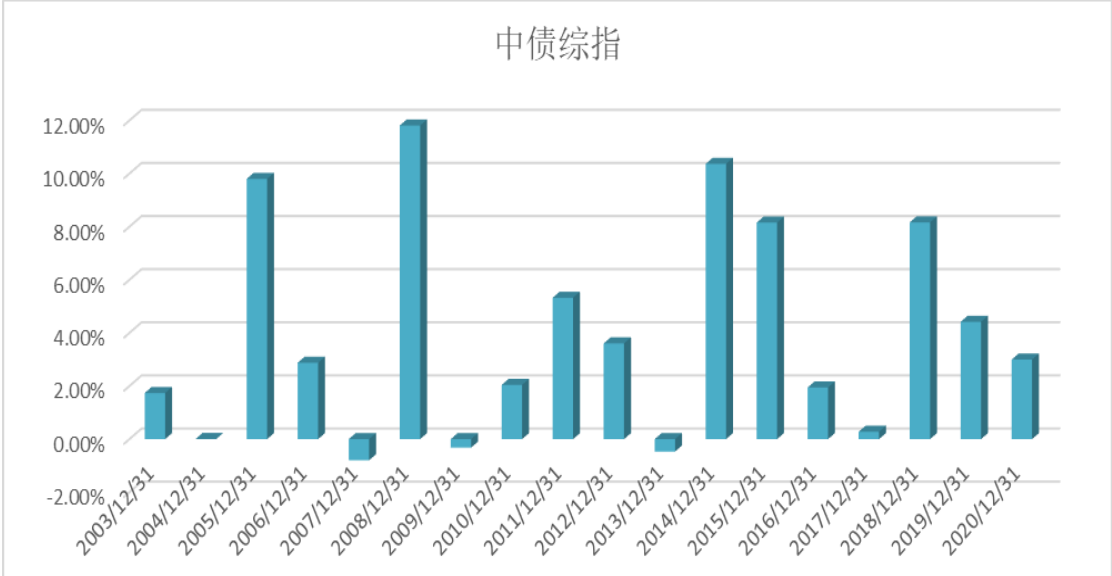
为最高，但收益风险比处于中间位置。在风险收益比方面，标普 500 最具性价比。

	标普500	日经225	恒生指数	上证指数	英国富时100	法国CAC40	韩国综指
年均收益	9.64%	2.56%	11.74%	21.18%	4.44%	5.88%	7.99%
收益标准差	16.25%	21.92%	33.42%	52.64%	14.37%	19.50%	29.08%
收益/标准差	0.59	0.12	0.35	0.40	0.31	0.30	0.27

数据来源：Wind，方正中期期货研究院

### 固收类资产

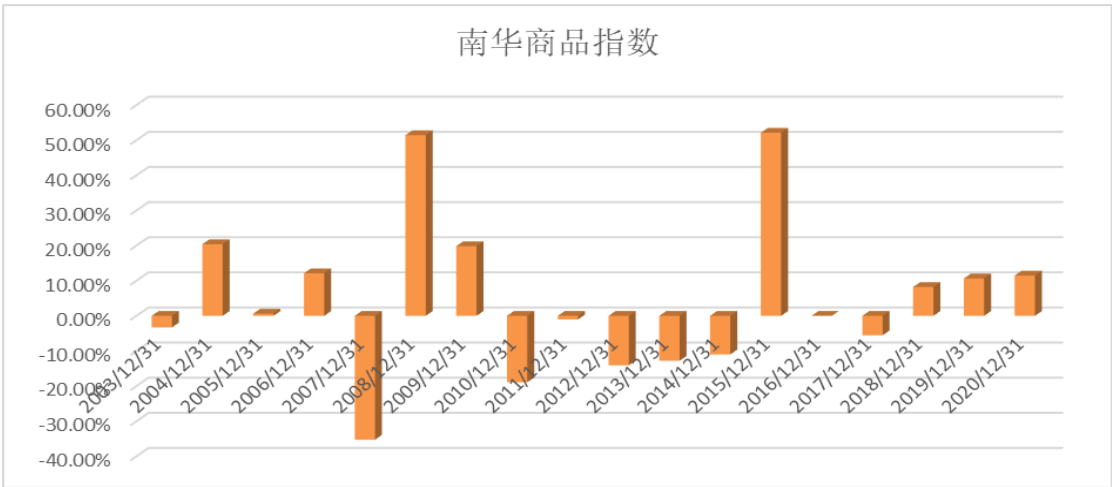
固收标的种类非常多，这里以中债总指作为标的进行统计，以下为自 2003 年以来的年化收益分布图。可以发现，在 2008、2018 股票表现较差的年份，债券市场收益表现突出。



数据来源：Wind，方正中期期货研究院

### 商品类

大宗商品包含的种类有几十种，包括农产品、黑色产业链的工业品、能源化工品种、有色金属、贵金属。我们先暂时以南华商品指数作为标的来统计历年的收益情况。可以直观看出，在 2008、2015 股市表现较差的年份，商品表现突出。



## 二、大类资产配置理论

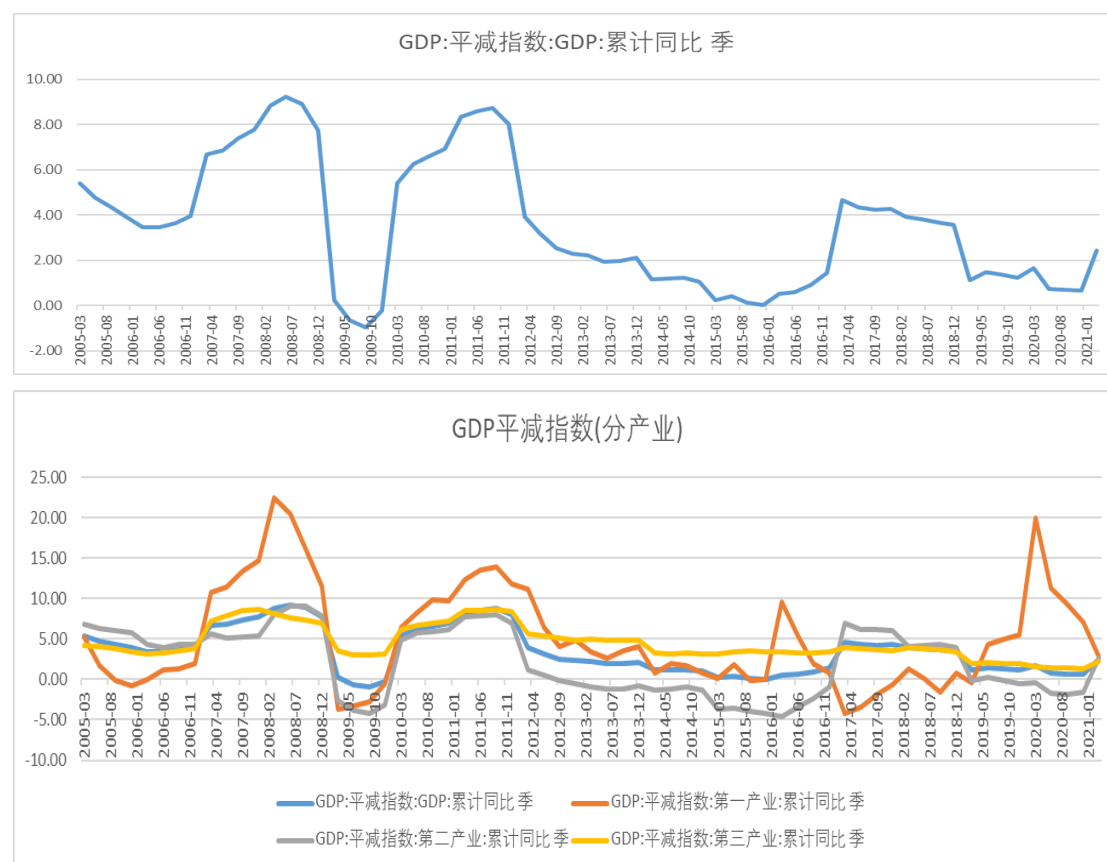
在做资产配置时，需要考虑的因素非常多，如交易成本、风险承受能力、相关度、趋势、流动性、衍生品（与其卖出某类资产，不如通过衍生品市场来调整组合以及控制风险）、税收等。资产配置最常见的方法，通过引入资产的预期收益、波动率、相关度等参数，进行均值-方差最优值的求解。均值-方差模型是由哈里·马科维茨（H.M.Markowitz）在 1952 年提出的风险投资模型，马科维茨把风险定义为收益率的波动率。这个模型也是现代金融及量化的先驱模型。通过此模型，再将投资者的一些投资约束条件带入公式，便可构造个性化的资产配置。资产配置是个非常个性化的领域，投资者最好是依据自身条件来合理配置，承受超出能力范围外的风险往往容易造成较大的财产损失。

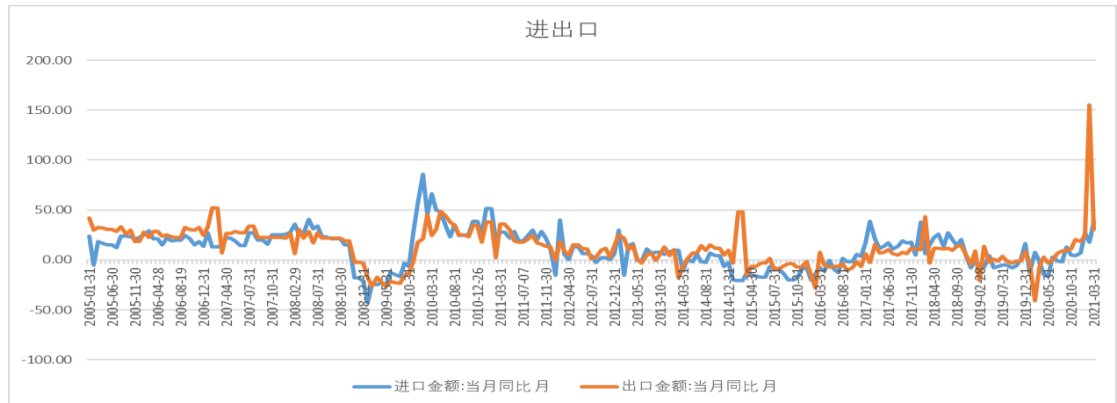
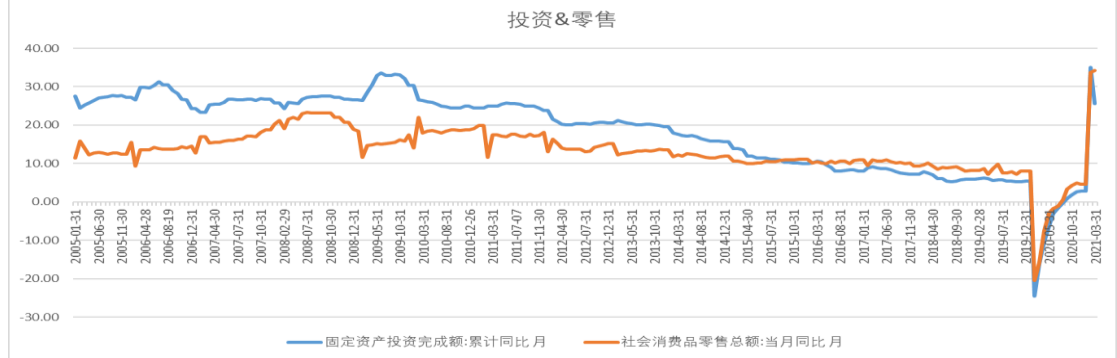
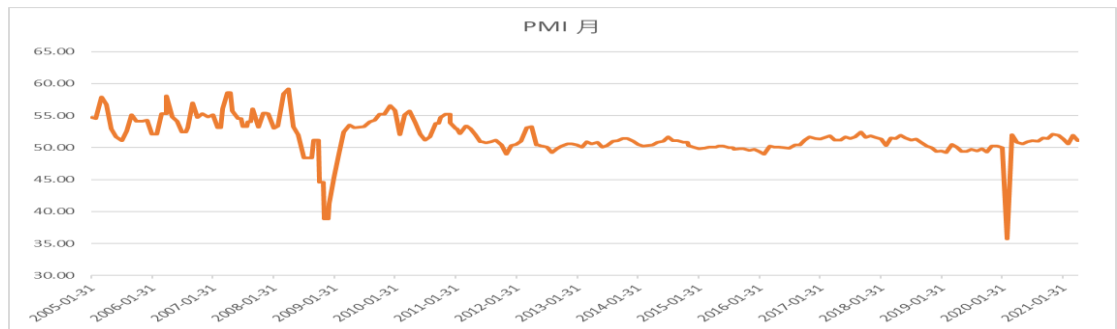
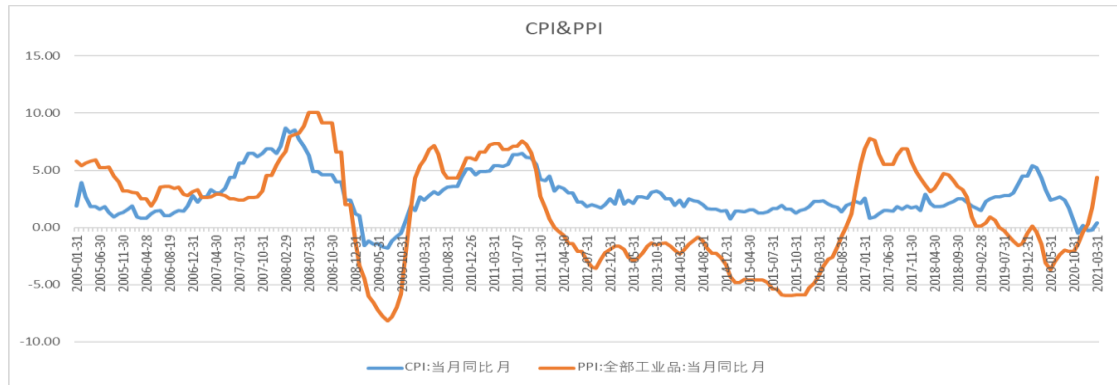
当然，更加灵活的资产配置还是要结合投资时钟，例如美林投资时钟。在不同的经济周期中，资产轮动效果非常明显，且资产的表现情况差异较大。本文后面通过对宏观经济数据的分析，将 2005 年至今的经济以衰退、复苏、过热、滞胀四种形式来划分，然后将这四个小周期中各类资产的收益情况表现出来。

## 三、中国经济时钟

在对时钟的划分上面，很难有个统一的定论，我们暂且把衰退定义为经济下行、通胀下行、产能过剩、投资下行、需求萎靡；复苏定义为经济上行、通胀下行、政策宽松，需求企稳；过热定义为经济上行、通胀上行、政策逐步收紧、供需两旺；滞胀定义为经济下行、通胀上行、政策紧缩、供给过剩。

我们先将 2005 年的宏观经济数据呈现如下，之后对各个阶段做具体划分。







通过对宏观数据的分析，我们大致将 2005-01 至 2006-08 定义为弱“衰退”，这段期间，经济增速下行明显，CPI 与 PPI 均处下行，PMI 指数震荡偏弱，M2 增速较高，政策扶持较明显。大致将 2006-09 至 2007-03 定义为复苏，经济稳步增长，CPI&PPI 物价指数稳步上升，PMI 逐步抬升，消费需求及贸易明显改善；大致将 2007-04 至 2007-08 定义为过热，经济增长迅速，物价攀升较快，PMI 指数震荡偏强，M2 增速适中；大致将 2007-09 至 2008-07 定义为滞胀，经济虽然在增长，但物价增长迅猛，PMI 逐渐下降，M2 增速下行，货币政策收紧；大致将 2008-08 至 2009-10 定义为衰退，经济下滑，CPI 和 PPI 快速下跌，PMI 加速下跌，M2 增速拉升较快，货币政策扶持明显。这一轮经济周期大约持续了 5 年。

面对 2008 年的全球金融危机，中国采取的是投资拉动方式。经济从 2009-11 至 2010-09 实现快速复苏，2010-10 至 2011-04 进入过热阶段，2011-05 至 2011-10 便进入滞胀阶段，2011-11 至 2015-12 进入了一轮较长的衰退期。这一轮周期持续了约 6 年。

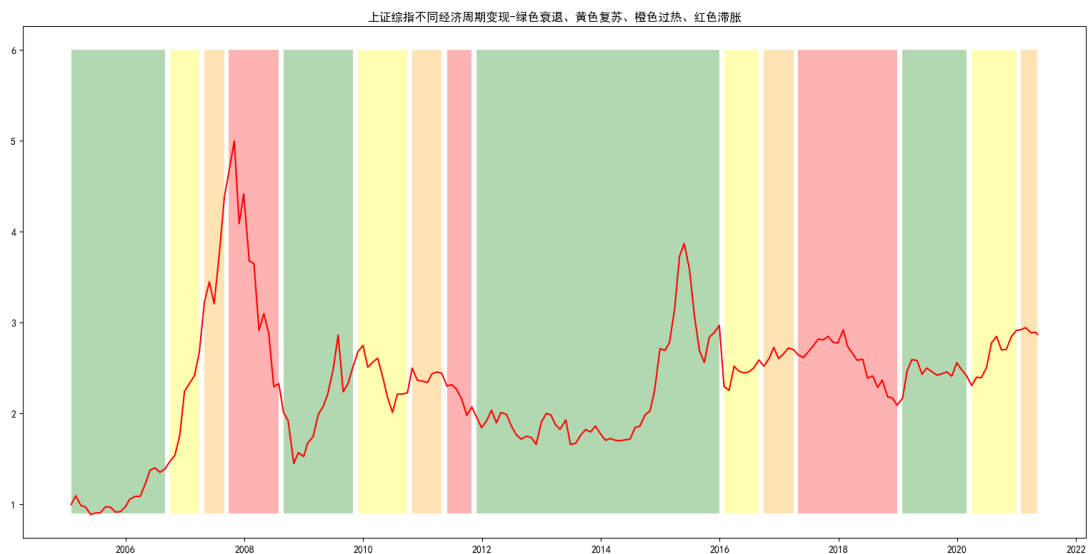
伴随着供给侧改革，从 2016-01 至 2016-08 经济开始复苏，2016-09 至 2017-03 进入偏热阶段，2017-04 至 2018-12 进入弱滞胀阶段，叠加贸易战及国际形势的恶化，2019-01 至 2020-02 则处于衰退阶段。之一轮周期约 4 年，但经济周期的区分度不是特别明显，经济各项指标持续放缓，增长乏力。

受疫情影响，中国及世界经济在 2020-03 跌入谷底，中国在有效控制疫情的情况下经济率先触底反弹，至 2020-12 可归纳为复苏阶段。2021-01 至今为过热阶段。

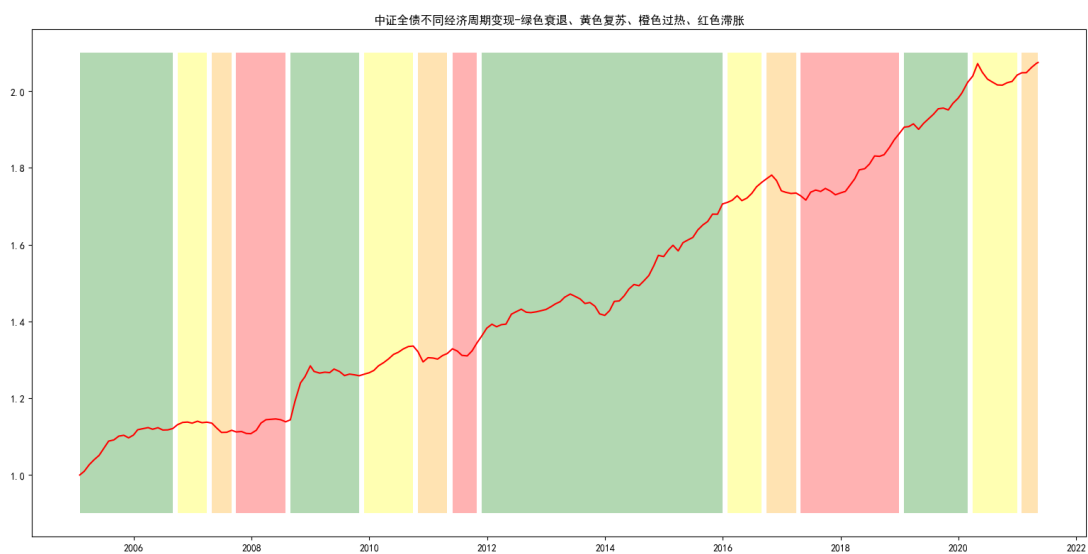
经济运行的周期时钟总结如下

经济周期	衰退	复苏	过热	滞胀
起始日期	2005-01	2006-09	2007-04	2007-09
结束日期	2006-08	2007-03	2007-08	2008-07
起始日期	2008-08	2009-11	2010-10	2011-05
结束日期	2009-10	2010-09	2011-04	2011-10
起始日期	2011-11	2016-01	2016-09	2017-04
结束日期	2015-12	2016-08	2017-03	2018-12
起始日期	2019-01	2020-03	2021-01	
结束日期	2020-02	2020-12	至今	

之后，我们会对上证综指、中证全债指数、南华商品指数在不同经济周期的收益做统计。

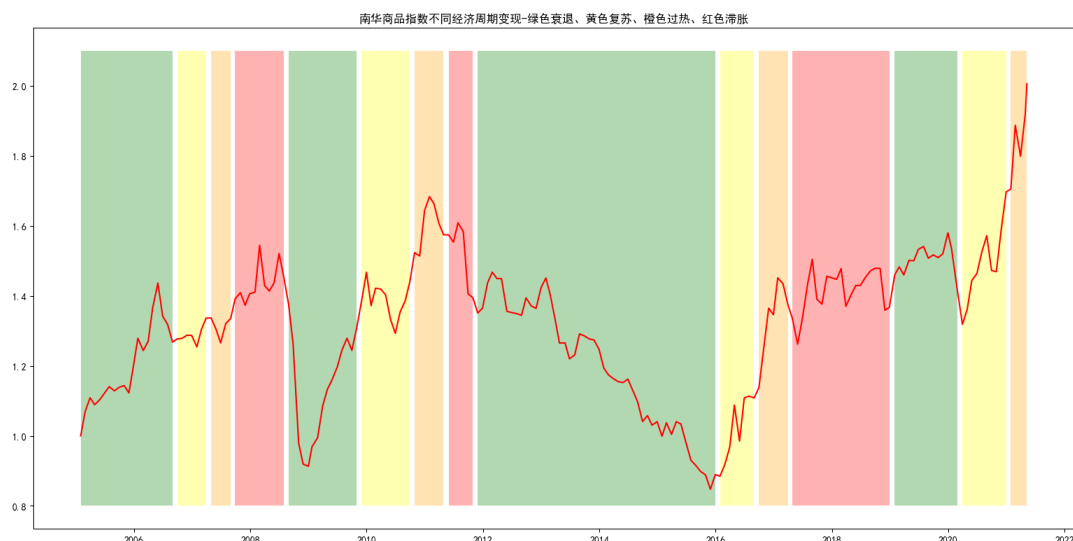


以上证综指为代表的股票类资产在衰退后期普遍会快速反弹，也说明了股市是经济的领先指标。在复苏与过热阶段，股市的表现不如衰退后期，但总体上仍然保持增长。但是，在滞胀阶段，股市会明显的下滑。这也为投资者提供了股票的入场时机（衰退后期），离场时机（滞胀早期）。



债券属于防守型资产，且整体持续向上，波动小。但可以观测到，在经济过热时期，也就是橙色阶段，政府往往会收紧货币政策来抑制经济过热，债券表现差。





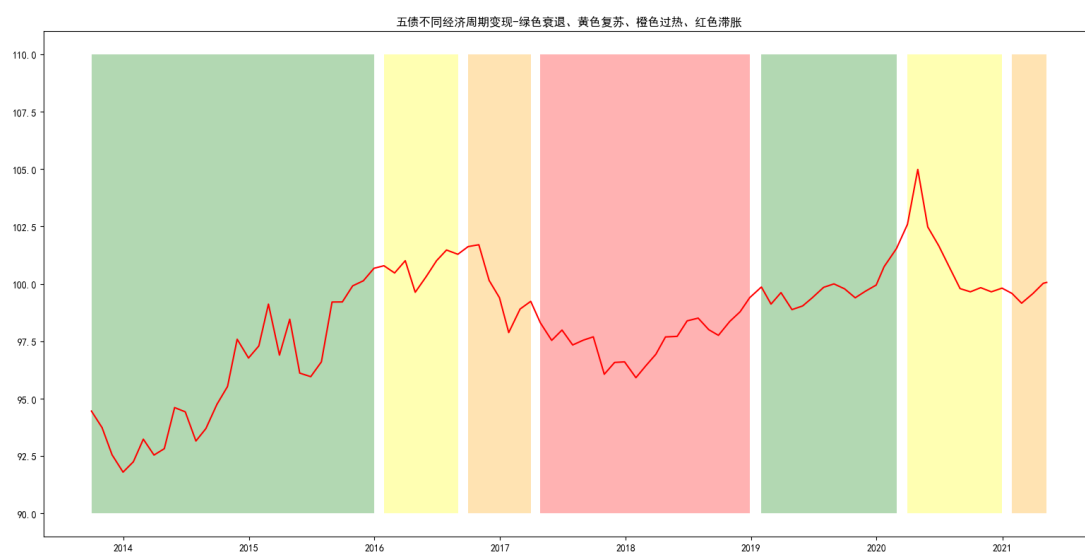
商品价格运行走势与经济较为吻合，普遍于衰退期下跌，复苏与过热阶段持续上涨，在滞胀阶段易高位震荡，且在滞胀后期往往会渐渐下跌。

#### 四、通过期货市场做大类资产配置

目前中国期货市场处于蓬勃发展期，截至 2020 年年末，我国期货市场共上市 90 个期货期权品种，包括 62 个商品期货、18 个商品期权、6 个金融期货和 4 个金融期权。通过期货商场，便可参与大类资产股票、债券、商品的配置。股票期货包括上证 50 股指期货，沪深 300 股指期货，中证 500 股指期货。债券期货涵盖 2 年国债期货，5 年国债期货，10 年国债期货。商品期货覆盖的非常全面，涵盖的行业有化工、能源、黑色钢铁、建材、有色金属、贵金属、农产品等。

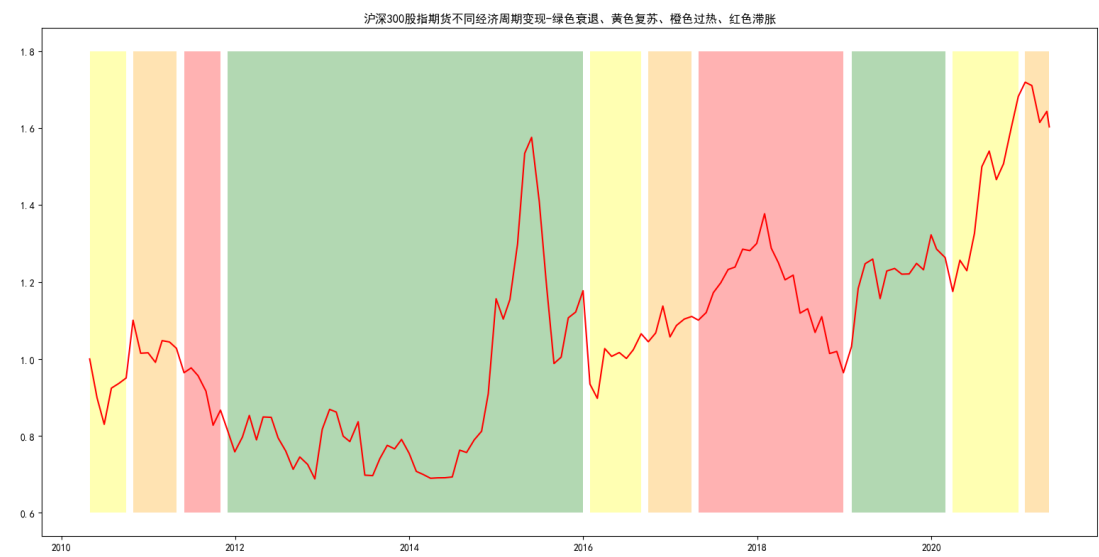
我们将挑选沪深 300 股指期货，5 年国债期货，和若干商品期货代表品种来可视化其不同经济周期中的表现。

以下为五债期货的价格表现，可以看出，在复苏期，价格整体上升，货币政策宽松，利息走低，债券价格上扬。在复苏与繁荣阶段，五债价格回落，符合货币政策边际收紧走势。

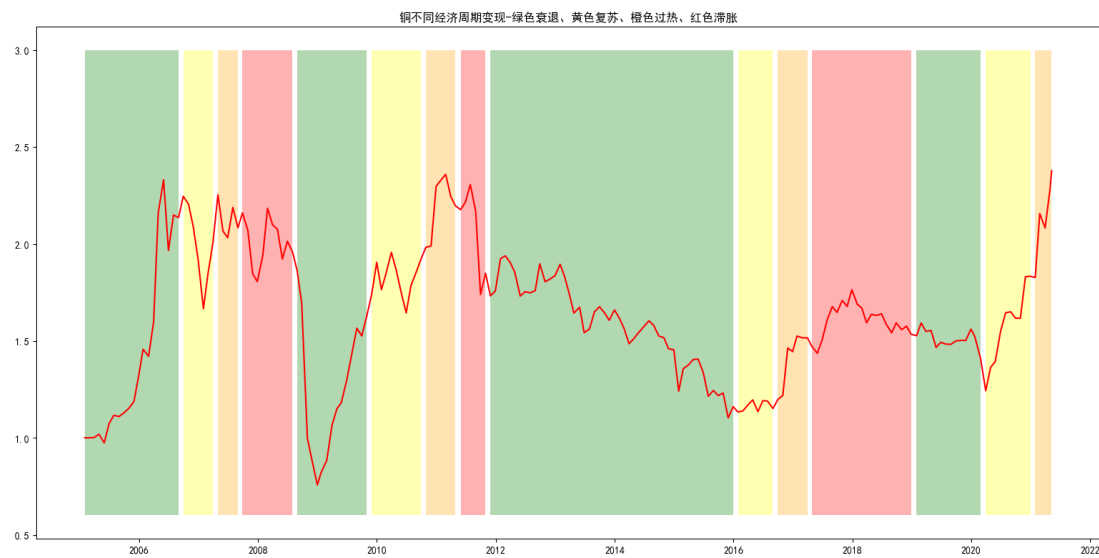


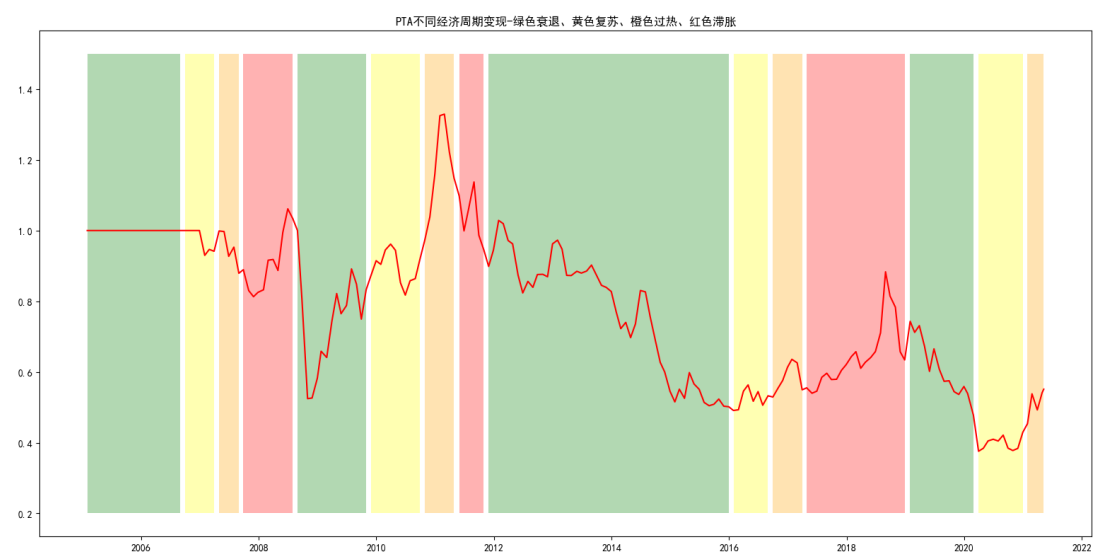
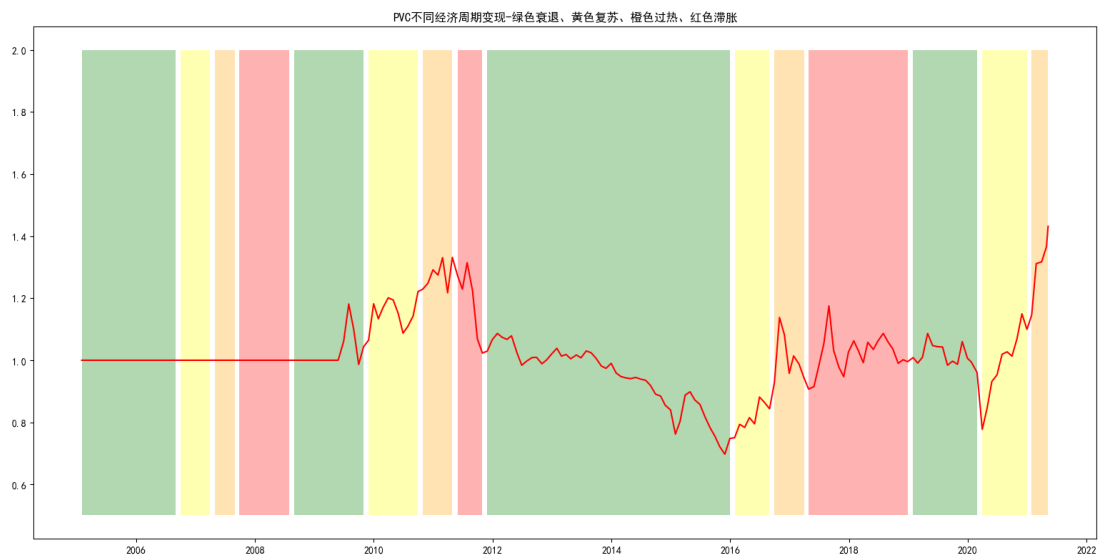
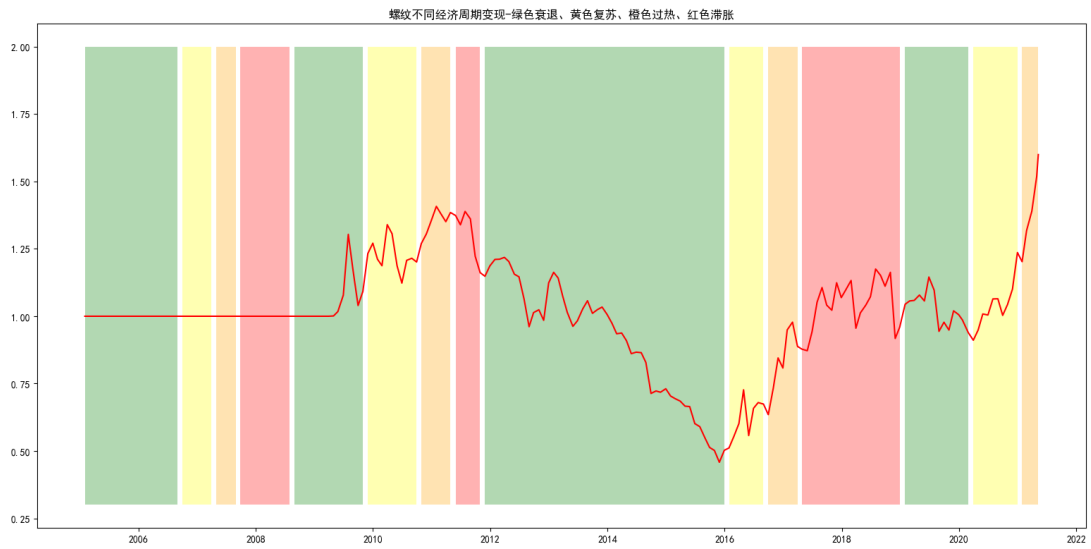
以下为沪深 300 股指期货净值表现，与之前上证综指走势接近，很明显的在衰退期开始上

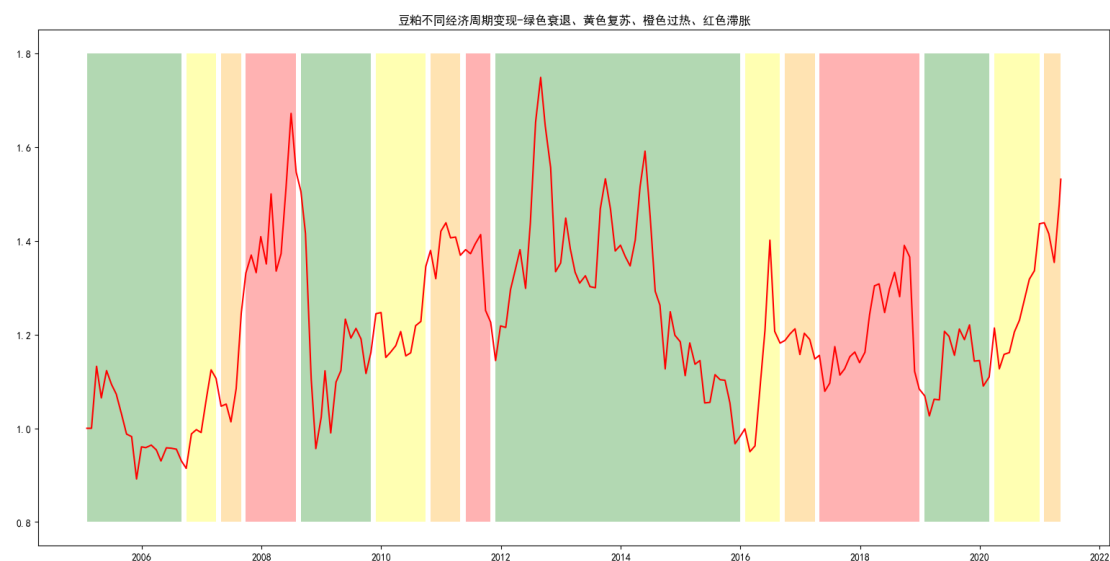
扬，在滞胀期下跌。



以下为金、铜、螺纹、PVC、PTA、豆粕在不同经济周期中的表现，单品种的表现整体与之前的南华商品指数结论相吻合。







通过宏观经济数据来划分投资时钟，我们可以依据所划分的时钟周期得出如下结论。在股票类资产上面，衰退后期是比较好的入场时机，在滞胀早期是离场的好时机，若以股指期货来操作，则建议衰退期、复苏期、过热期以做多思路为主，在滞胀期以做空为主。在债券类资产上面，若以国债期货做投资标的，衰退期以多头思路位置，复苏及过热期以空头思路为主。在大宗商品类资产上面，建议可以在期货市场建立头寸，衰退期以空头思路位置，复苏和过热期以多头思路为主，滞胀期价格震荡居多。