



宏观专题报告

2024 年 11 月 25 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

项麒麟

从业资格号: F03124488

投资咨询号: Z0019956

相关研究报告:

《基于沪深 300 指数的股债性价比优化指标择时策略》

《基于沪深 300 指数的滚动波动率股债性价比优化指标择时增强策略》

《汇率、利率、股指联动关系和启示——大类资产系列专题报告（三）》

《库存周期、美林时钟周期、利率周期、信用利差和期限利差周期联动关系和启示——大类资产系列专题报告（四）》

《“股债双杀”如何在经济周期中破局——大类资产系列专题报告（五）》

《基于出口因子、汇率因子、中美利差因子、滞胀周期因子和股债性价比优化指标的择时增强策略——大类资产系列专题报告（六）》

《物价趋势跟踪与可交易指数实践》

《物价趋势跟踪商品指数择时策略——商品指数系列报告（二）》

股、债、商多因子全周期择时策略

——大类资产系列专题报告（七）

摘要

在经济周期波动和市场不确定性增加的背景下，资产配置的重要性愈发凸显。大类资产配置策略能够帮助投资者在不同市场环境下保持投资组合的稳定性，从而在多变金融环境中寻求最佳的风险调整后回报。因此，优化资产配置策略，对于应对市场波动和提升投资效率至关重要。有效地配置包括股票、债券和商品等不同市场可以降低投资组合的整体风险和波动性，同时增强整体投资收益。

本文综合分析了经济周期的不同阶段特征及其对资产配置的影响。并根据《汇率、利率、股指联动关系和启示——大类资产系列专题报告（三）》、《“股债双杀”如何在经济周期中破局——大类资产系列专题报告（五）》、《基于出口因子、汇率因子、中美利差因子、滞胀周期因子和股债性价比优化指标的择时增强策略——大类资产系列专题报告（六）》和《物价趋势跟踪商品指数择时策略——商品指数系列报告（二）》等研究报告结论，对于繁荣因子、滞胀因子，以及资金驱动因子和优化股债利差因子的制定方法进行梳理和综合应用。构建择时策略，总体策略超额效果明显，整体策略净值走势较为稳定。

2018 年 4 月至 2024 年 11 月，股、债、商多因子全周期择时策略回溯期总收益率超 580%，收益净值稳定，相比沪深 300 指数超额收益超 573%，超额效果明显。年化收益率约 33.85%，区间最大回撤 11.37%，年化夏普比率 1.96。

## 目录

一、 经济周期阶段特征和资产配置方向 .....	- 4 -
1.1 经济周期阶段特征 .....	- 4 -
1.2 周期阶段划分与不同资产投资效益 .....	- 4 -
二、 因子制定及策略回测 .....	- 5 -
2.1 因子制定方法 .....	- 5 -
2.2 择时策略规则和回测 .....	- 7 -
三、 总结 .....	- 9 -

## 图表目录

图 1 资产平均收益率排名 .....	- 5 -
图 2 物价趋势跟踪指数月收盘价 .....	- 7 -
图 3 择时策略回测 .....	- 8 -

## 一、经济周期阶段特征和资产配置方向

### 1.1 经济周期阶段特征

在专题报告《库存周期、美林时钟周期、利率周期、信用利差和期限利差周期联动关系和启示——大类资产系列专题报告（四）》中分析了包括库存周期、美林时钟周期、利率周期和期限信用利差周期的不同阶段特征。

在复苏阶段，经济加速发展，市场需求逐步上升。过剩的库存得以释放，企业的收益水平开始上升。虽然通货膨胀率还会持续回落，但速度已逐步减缓。此时的利率水平处于下降趋势中，现金贬值。因此投资者更愿意将资金投资于风险市场。

在繁荣阶段，市场需求扩张导致物价上涨。政府往往通过加息或提高存款准备金抑制通胀，使经济回到可持续增长路径，此时，对利率较为敏感的债券将面临贬值。相比之下，由于实体经济仍保持增长态势，同时社融规模增加，大宗商品需求量大，且有利润增长作为基础，商品市场会有较好表现。

在滞涨阶段，实际增长出现疲软，经济停滞不前。生产者往往通过提价保证利润，而物价上升促使通货膨胀走高，整个市场都面临经济危机。股票市场在过热阶段的泡沫经济之后将出现暴跌，政府出台偏紧缩的货币政策政策在很大程度上抑制了债券和股票市场的投资收益。因此现金持有成为最佳选择。

在衰退阶段，经济增长乏力。企业盈利微弱，产能过剩，其收益率曲线下行且陡峭。政府通常利用货币政策刺激经济增长。市场利率的降低则意味着无风险收益率的降低，资金会从银行流向债券市场。因此，债券是最佳选择。

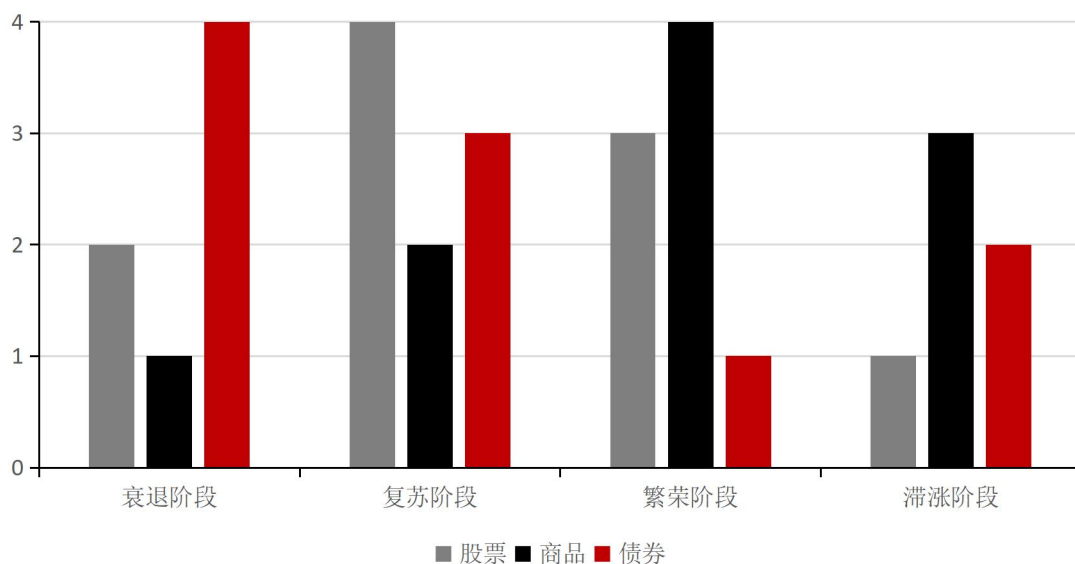
### 1.2 周期阶段划分与不同资产投资效益

以宏观经济景气指数同比数据和 CPI 同比数据分别作为经济增速和通胀增速指标判定指标，进入 21 世纪以来国内未出现过严格意义的衰退和滞涨情况，所以对于周期阶段划分方法为：经济增速减缓、通胀增速减缓为衰退阶段，经济增速升高、通胀增速减缓为复苏阶段，经济增速升高、通胀增速升高为繁荣阶段，经济增速减缓，通胀增速升高为滞涨阶段。

对于相较于上一经济周期变动的单一或两个月份，仍统计归为上一经济周期类别。从 2010 年至 2024 年二季度这段时间里，共经历 20 次阶段更替。对于周期四阶段各资产进行平均收益率测算，并对测算后的资产内部不同阶段的平均收益率从低到高进

行排名，可以发现在不同经济阶段中，各类资产会展现出各自的优势，数据呈现结果与上文定性分析结论相一致。通过在各个阶段对资产进行优化配置，可以有效维护资产的安全性和稳定性。

图 1 资产平均收益率排名



数据来源：WIND、国联期货研究所

## 二、因子制定及策略回测

### 2.1 因子制定方法

#### 繁荣因子制定

根据专题报告《物价趋势跟踪商品指数择时策略——商品指数系列报告（二）》研究结论。以 PMI 数据为基础编制经济增长和通胀指数，经济指数和通胀指数均以 2016 年一月作为基期，基期指数值为 1000 点。

经济指数：

$$\text{经济指数}_t = \text{经济指数}_{t-1} * (1 + ((\text{制造业PMI}_t - 50) / \text{制造业PMI}_{t-1}))$$

通胀指数：

$$\text{通胀指数}_t = \text{通胀指数}_{t-1} * (1 + ((\text{PMI出厂价格}_t - 50) / \text{PMI出厂价格}_{t-1}))$$

以经济指数环比>0 和通胀指数环比>0 分别表示经济增速升高和通胀增速升高以代表周期中的繁荣阶段作为商品市场择时指标。

#### 滞涨因子制定

根据专题报告《“股债双杀”如何在经济周期中破局——大类资产系列专题报告（五）》研究结论。以经济指数环比<0 和通胀指数环比>0 分别表示经济增速减缓和通胀增速升高以代表周期中的滞涨阶段作为择时指标, 对于此阶段策略整体进行现金管理操作。

### 资金驱动因子

根据专题报告《汇率、利率、股指联动关系和启示——大类资产系列专题报告（三）》研究结论。当经常账户和资本金融账户都存在净流入预期时, 即出口预期强劲、中美利差正向走扩以及汇率升值明显时, 国内股指市场将因充裕流动性表现强势。以 PMI 出口订单环比>0、月度中美利差环比>0 和月度美元兑人民币环比<0, 分别代表出口强势水平、利差强势水平和汇率整体强势水平作为对于股指择时因子。

### 优化股债利差因子

根据专题报告《基于出口因子、汇率因子、中美利差因子、滞胀周期因子和股债性价比优化指标的择时增强策略——大类资产系列专题报告（六）》研究结论。通过采用人民币汇率布林轨分位确定中美国债收益率系数优化股债性价比指标。

$AVG_{CNY}^{36mths}$  为美元兑人民币汇率 3 年滚动均值,  $STD_{CNY}^{36mths}$  为美元兑人民币汇率 3 年滚动波动率, GCNY10 为中国国债 10 年期到期收益率, USG10Y 为美国国债 10 年期到期收益率。优化股债性价比指标公式为:

**EMP**

**= 1/PE**

$$\begin{aligned}
 & \left\{ \begin{aligned}
 & \textcircled{1} \quad 0 < \frac{(AVG_{CNY}^{36mths} + 2 * STD_{CNY}^{36mths}) - CNY}{((AVG_{CNY}^{36mths} + 2 * STD_{CNY}^{36mths}) - (AVG_{CNY}^{36mths} - 2 * STD_{CNY}^{36mths}))} < 1 \\
 & \quad \frac{(AVG_{CNY}^{36mths} + 2 * STD_{CNY}^{36mths}) - CNY}{((AVG_{CNY}^{36mths} + 2 * STD_{CNY}^{36mths}) - (AVG_{CNY}^{36mths} - 2 * STD_{CNY}^{36mths}))} * GCNY10 \\
 & + (1 - \frac{(AVG_{CNY}^{36mths} + 2 * STD_{CNY}^{36mths}) - CNY}{((AVG_{CNY}^{36mths} + 2 * STD_{CNY}^{36mths}) - (AVG_{CNY}^{36mths} - 2 * STD_{CNY}^{36mths}))}) * USG10Y \\
 & \textcircled{2} \quad \frac{(AVG_{CNY}^{36mths} + 2 * STD_{CNY}^{36mths}) - CNY}{((AVG_{CNY}^{36mths} + 2 * STD_{CNY}^{36mths}) - (AVG_{CNY}^{36mths} - 2 * STD_{CNY}^{36mths}))} * USG10Y \leq 0 \\
 & \textcircled{3} \quad \frac{(AVG_{CNY}^{36mths} + 2 * STD_{CNY}^{36mths}) - CNY}{((AVG_{CNY}^{36mths} + 2 * STD_{CNY}^{36mths}) - (AVG_{CNY}^{36mths} - 2 * STD_{CNY}^{36mths}))} * GCNY10 \geq 1
 \end{aligned} \right.
 \end{aligned}$$



## 2.2 择时策略规则和回测

股债性价比择时策略的应用更适合以成熟价值行业为代表的沪深 300 指数和上证 50 指数，此两只指数中的成分股多为处于成熟期的大型公司，估值相对稳定，历史均值可以相对更好地反映股债性价比波动中枢。反观中证 500 和中证 1000 指数，波动幅度较大，同时受市场中流动性影响较大，估值在周期中起伏更为明显，所以通过股债性价比指标对沪深 300 指数和上证 50 指数择时更为合适。考虑到沪深 300 指数涵盖行业更广，包含的沪深两市标的更为均衡，本文将采用沪深 300 指数进行择时策略探究。

策略区间为 2018 年 4 月至 2024 年 11 月超 6.5 年时间，以月度频率在每月最后交易日进行调仓。对股指端数据选取沪深 300 指数，对债券端数据选取十年期国债期货主力连，债券端整体采用 10 倍杠杆，因国债期货交易保证金为 2%，则国债期货保证金占比债券权重 20%，债券权重的 80% 购买无风险利率资产，无风险利率为十年期国债期货收益率。根据专题报告《物价趋势跟踪商品指数择时策略——商品指数系列报告（二）》结论，对于商品市场数据选取物价趋势跟踪指数，指数成分包括沪铜、沪铝、原油、焦煤、热卷、螺纹钢、塑料、聚丙烯。其中焦煤、热卷、螺纹钢、塑料和聚丙烯采用主力合约连续数据，沪铜、沪铝和原油采用近月合约连续数据。指数以 2018 年 4 月为基期（基期为 1000 点），每月按照当期前第二月月消费额作为权重进行滚动调仓。则 2018 年 4 月至 2024 年 11 月采用主力合约连续和近月合约连续数据的指数月收盘价走势为：

图 2 物价趋势跟踪指数月收盘价



数据来源：WIND、国联期货研究所

权重和择时设置规则如下：

① 前一月 PMI 出口订单环比>0、月度中美利差环比>0、月度美元兑人民币环比<0

前一月经济指数环比>0 且通胀指数环比>0，则股票权重为 50%，商品权重为 50%；

前一月经济指数环比和前一月通胀指数环比至少一项>0，则股票权重为 100%。

② 前一月经济指数环比<0、通胀指数环比>0，则进行现金管理，利率数据选用十年期国债收益率，无风险利率权重 100%；

③ 前一月经济指数环比>0、通胀指数环比>0，则商品权重为 100%

④ 调仓日优化股债性价比指标所在分位 $\leq 10\%$ ，则股票权重为 0%，国债期货权重为 20%、无风险利率权重 80%；

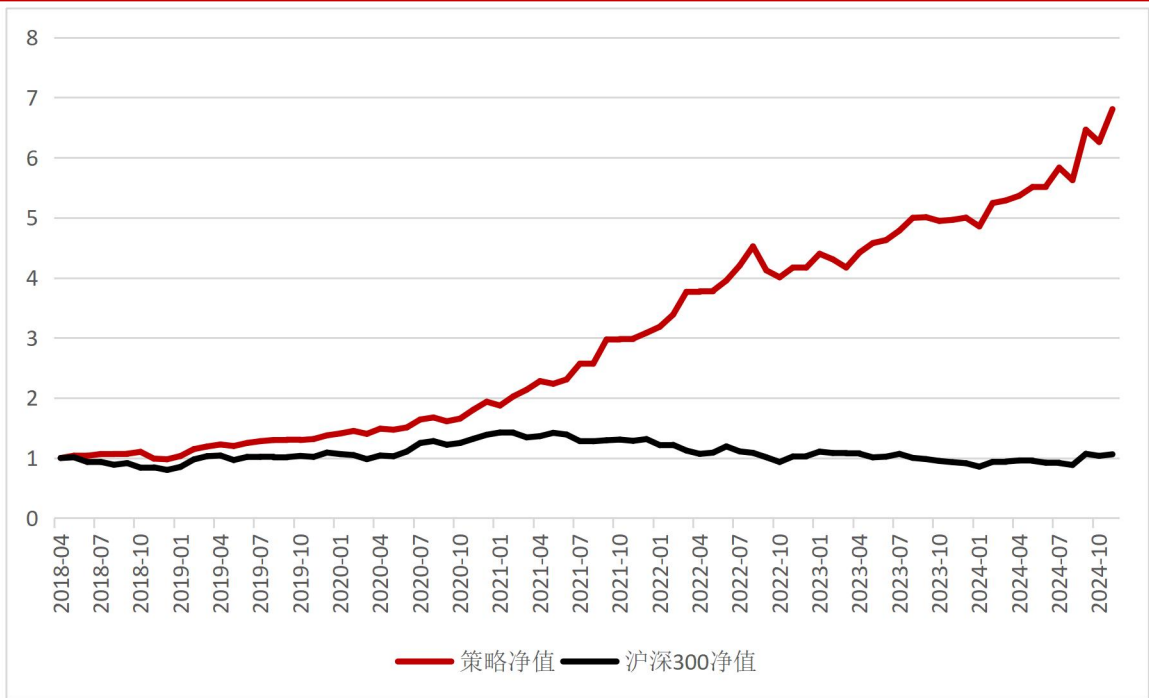
调仓日所在分位  $10\% < Q \leq 50\%$ ，则股票权重为 25%，国债期货权重为 15%、无风险利率权重 60%；

调仓日所在分位  $50\% < Q \leq 90\%$ ，则股票权重为 75%，国债期货权重为 5%、无风险利率权重 20%；

调仓日所在分位  $> 90\%$ ，则股票权重为 100%，国债期货权重为 0%。

①至④优先级递减，下图为不考虑滑点和交易及资金成本的策略净值折线图：

图 3 择时策略回测



数据来源：WIND、国联期货研究所



2018年4月至2024年11月，股、债、商多因子全周期择时策略回测期总收益率超580%，收益净值稳定，超额收益超573%，超额效果明显。年化收益率约33.85%，区间最大回撤11.37%，年化夏普比率1.96。

### 三、总结

本文对于经济周期阶段特征分析以及周期各阶段不同资产投资效益进行对比，发现通过合理搭配不同风险和收益特性的资产，如股票、债券和商品，以实现投资组合的稳健性和抗风险能力。同时根据之前发布过的多篇专题报告的研究结论，采用包括繁荣因子、滞涨因子、资金驱动因子和优化股债利差因子，对于股票、债券和商品市场进行综合择时配置。配置策略超额效果明显，整体策略净值走势较为稳定。

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600