



业务内参之宏观周期模型与资产配置策略追踪

内容摘要:

我们通过构建经济增长、通货膨胀、信用、货币四个宏观因子对国内经济周期进行追踪，本月四类因子表现分化，增长因子水平为-9.094，环比下降1.88%，处于近七年39.30%分位；通胀因子水平为-3.222，环比上升1.63%，处于近七年19.60%分位；信用因子水平为-3.309，环比上升10.67%，处于近七年24.20%分位；货币因子水平为1.852，环比上升97.77%，处于近七年61.20%分位。

对于宏观因子的状态判断，我们采用动量法与相位法结合的方式给出，将周期波动划分为上行、下行、顶部、底部区间，当周期指标位于顶部和底部区间时，采用动量法确定因子的波动方向。最新的经济周期状态是：经济增长处于上行区间、通胀处于上行区间，信用处于顶部区间且无动量信号，货币处于上行区间。对应本月资产配置建议为：**债券观望、看多股指、看多商品、看多黄金。**

风险提示：历史数据不被重复验证风险、资产与宏观因子的相关关系失去稳定性风险、国际政治摩擦升级等带来各大类资产同向大幅波动风险。

2024年1月23日

上海中期期货研究所

金融期货研发团队

王舟懿
Z0000394



周期模型跟踪:

一、美林时钟理论

美林投资时钟是一种将经济周期与大类资产和行业轮动联系起来的方法,是资产配置领域的经典理论。美林时钟理论中,根据经济增长与通货膨胀可以将经济划分为四种状态:

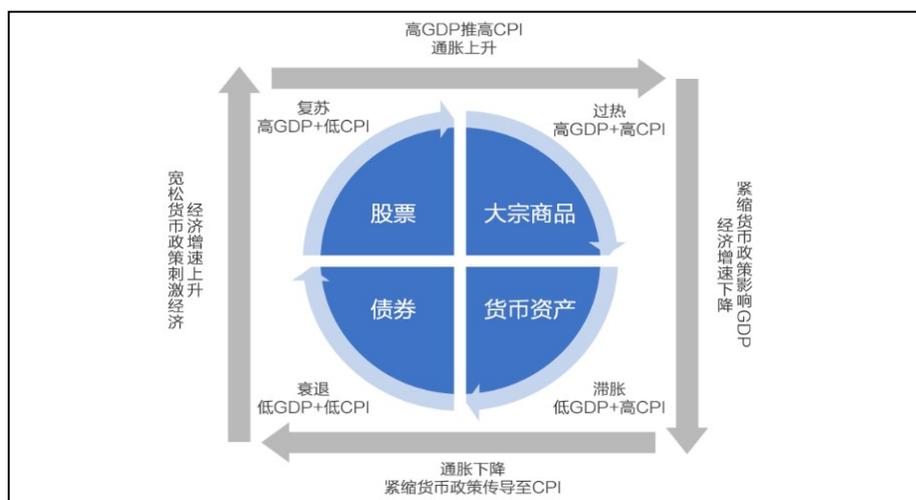
衰退期: 经济下行, 通胀下行, 此时应配置债券, 做空商品;

复苏期: 经济上行, 通胀下行, 此时应该配置股票, 做空现金;

过热期: 经济上行, 通胀上行, 此时应该配置商品, 做空债券;

滞涨期: 经济下行, 通胀上行, 此时应该配置现金, 做空股票。

图 1: 美林时钟: 周期理论与资产配置



数据来源: 美林证券, 上海中期

二、宏观因子分类

传统的美林时钟模型主要通过 GDP 及 CPI 数据对经济周期进行判断,但随着国内经济进入新的发展阶段,原指标和周期划分模式已经不再完全适用。因此我们借鉴美林时钟的基础理论,选取了近三十个经济逻辑较好、可得性较强、时间序列较长的指标,在取同比消除季节性后,采用 OCED 领先指标法构建了经济增长、通货膨胀、信用、货币四个宏观因子。通过对因子划分上行与下行区间,形成如下资产配置逻辑:

增长维度: 经济景气, 大宗商品需求增加, 企业盈利改善, 利多股票商品。实体融资扩产意愿强烈, 债券供给增加, 利空债券;

通胀维度: 通胀上行, 利多商品, 保值需求增加, 利多黄金;

信用维度: 信用宽松, 利多股票;

货币维度: 货币宽松, 利多债券。

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

免责声明:

报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供参考, 并不构成投资建议。据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

表 1：资产配置因子信号

因子信号	股票	债券	商品	黄金
增长上行	多	空	多	
通胀上行			多	多
信用扩张	多			
货币宽松		多		

数据来源：上海中期

三、周期模型追踪

1. 整体表现

我们将宏观因子与基钦周期与进行拟合，四个因子均有较高拟合度，显示中国经济周期规律较为显著。2023 年 12 月增长因子水平为-9.094，环比下降 1.88%，处于近七年 39.30%分位；通胀因子水平为-3.222，环比上升 1.63%，处于近七年 19.60%分位；信用因子水平为-3.309，环比上升 10.67%，处于近七年 24.20%分位；货币因子水平为 1.852，环比上升 97.77%，处于近七年 61.20%分位。

表 2：宏观因子整体表现

宏观因子	增长	通胀	信用	货币
最大值	26.344	8.381	20.928	6.266
最小值	-20.203	-5.949	-4.754	-6.266
宏观因子	增长	通胀	信用	货币
当前水平	-9.094	-3.222	-3.309	1.852
七年均值	-8.702	0.527	-2.636	0.022
七年标准差	4.447	0.507	0.607	0.496
分位数水平	39.30%	19.60%	24.20%	61.20%
环比变动	-1.88%	1.63%	10.67%	97.77%

数据来源：上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

2. 增长因子表现

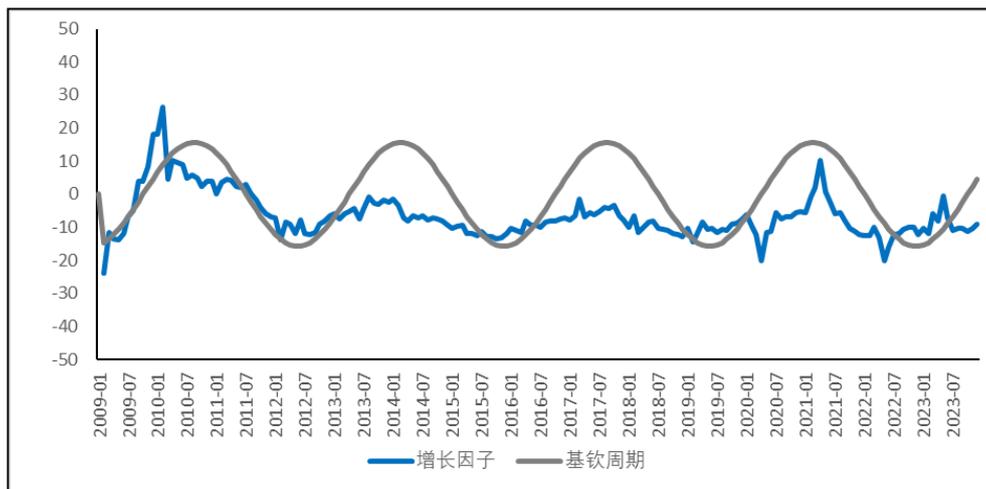
中长期看，增长因子目前处于上行周期。短期来看，增长因子本月有所回落，其中构成先行指数的部分重点指标中，仅有房地产新开工施工面积同比增速较前月有所改善，而房地产开发投资、发电量、货物周转率、税收收入同比增速均有所放缓。

表 3：增长因子及部分成分指标（同比）表现

	房地产新开工面积	房地产开发投资	发电量	货物周转率	税收收入	增长因子
2023-09-30	-23.89%	-18.67%	9.17%	7.04%	0.94%	-11.20
2023-10-31	-23.66%	-16.69%	6.56%	4.44%	2.87%	-10.42
2023-11-30	-21.66%	-18.09%	9.64%	6.07%	3.24%	-8.93
2023-12-31	-20.91%	-23.97%	9.39%	5.67%	-23.27%	-9.09

数据来源：iFind，上海中期

图 2：增长因子周期拟合追踪



数据来源：上海中期

3. 通胀因子表现

中长期看，通胀因子目前处于上行周期。短期来看，通胀因子本月有所回升，其中构成先行指数的重点指标中，猪肉大宗价、CSPI 螺纹钢指数同比增速较前月有所改善，CRB 食用油指数、布油期货结算价同比增速则有所放缓。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

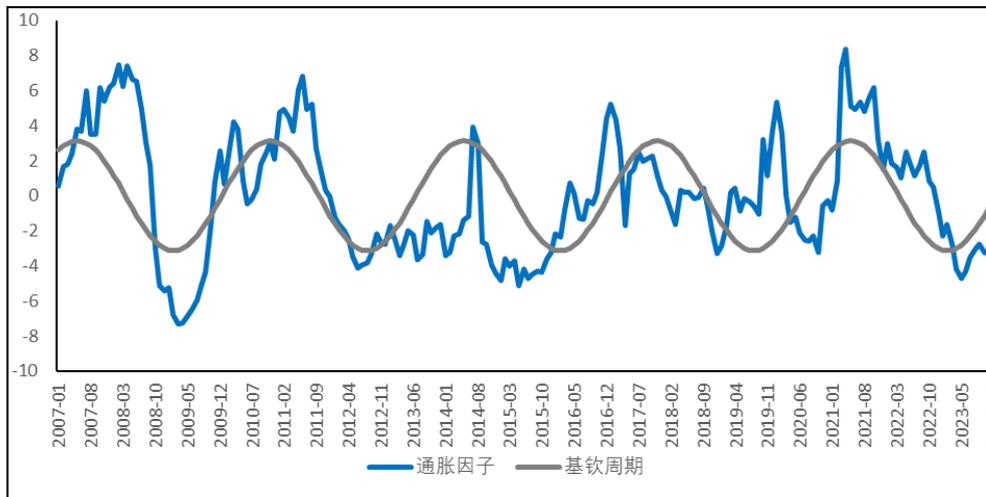
报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

表 4：通胀因子及成分指标（同比）表现

	大宗价:猪肉	CRB 食用油指数	布油期货价格	CSPI 螺纹指数	通胀因子
2023-09-30	-35.00%	-8.92%	8.36%	-8.53%	-2.79
2023-10-31	-47.46%	-3.27%	-7.82%	-4.39%	-3.24
2023-11-30	-42.61%	-21.51%	-3.04%	3.25%	-3.28
2023-12-31	-24.42%	-25.94%	-4.74%	-2.17%	-3.22

数据来源：iFind，上海中期

图 3：通胀因子周期拟合效果



数据来源：上海中期

4. 信用因子表现

中长期看，信用因子目前处于下行周期。短期来看，信用因子本月有所上升，构成先行指数的重点指标中，社会融资规模增量同比增速较前月明显改善，M1、M2、人民币贷款余额同比增速则有所放缓。

表 5：信用因子及成分指标（同比）表现

	M1	M2	社会融资规模增量	人民币贷款余额	信用因子
2023-09-30	2.09%	10.28%	16.70%	11.31%	-3.64
2023-10-31	1.90%	10.31%	101.89%	11.33%	-1.78
2023-11-30	1.33%	10.01%	23.78%	11.21%	-3.70
2023-12-31	1.32%	9.70%	48.58%	11.03%	-3.31

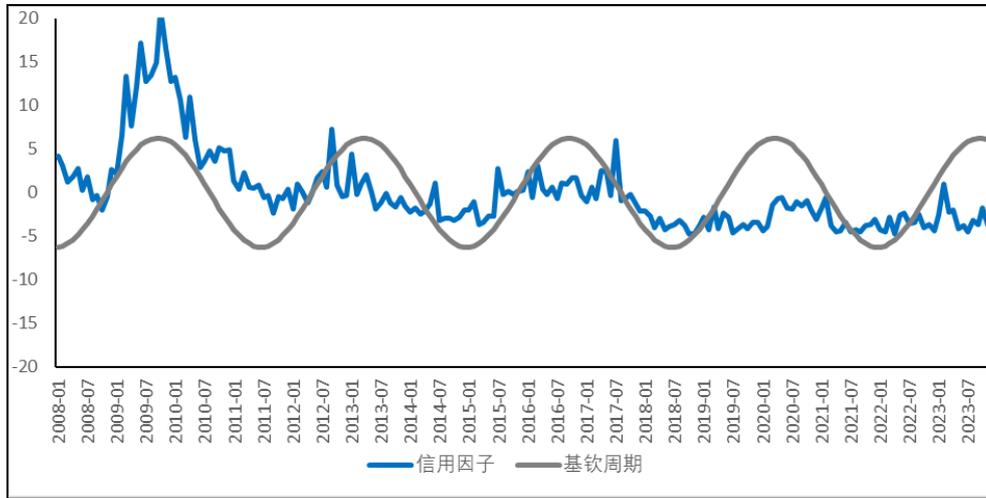
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

数据来源：iFind，上海中期

图 4：信用因子周期拟合效果



数据来源：上海中期

5. 货币因子表现

中长期看，货币因子目前处于上行周期。短期来看，货币因子本月继续回落，其中构成先行指数的重点指标中，1 年国债到期收益率、R007、Shibor3M 同比增幅均较上月有所下降。

表 6：货币因子及部分构成指标（同比）表现

	1 年国债到期 收益率	R007	Shibor3M	货币因子
2023-09-30	12.97%	18.07%	37.60%	1.12
2023-10-31	27.35%	40.50%	38.40%	2.23
2023-11-30	11.31%	17.17%	13.68%	0.37
2023-12-31	-0.74%	-19.25%	4.46%	-1.28

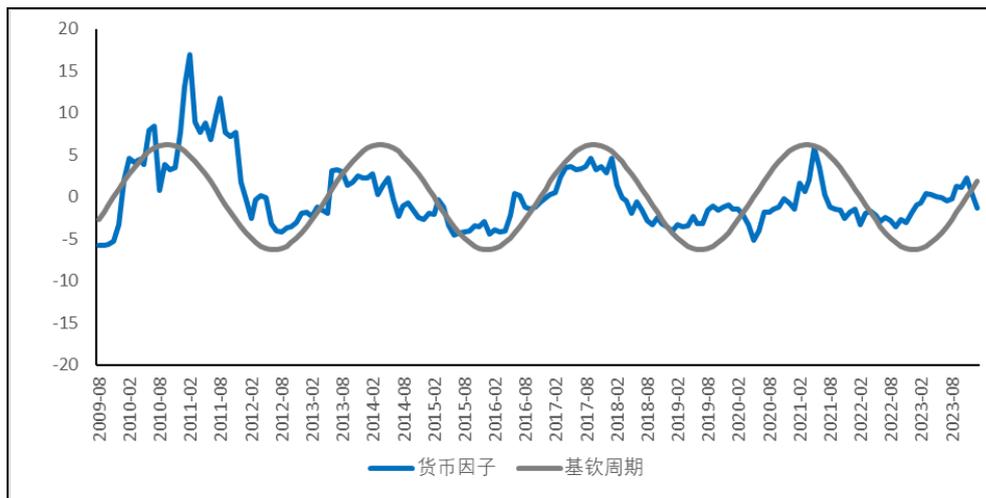
数据来源：iFind，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 5：货币因子周期拟合效果

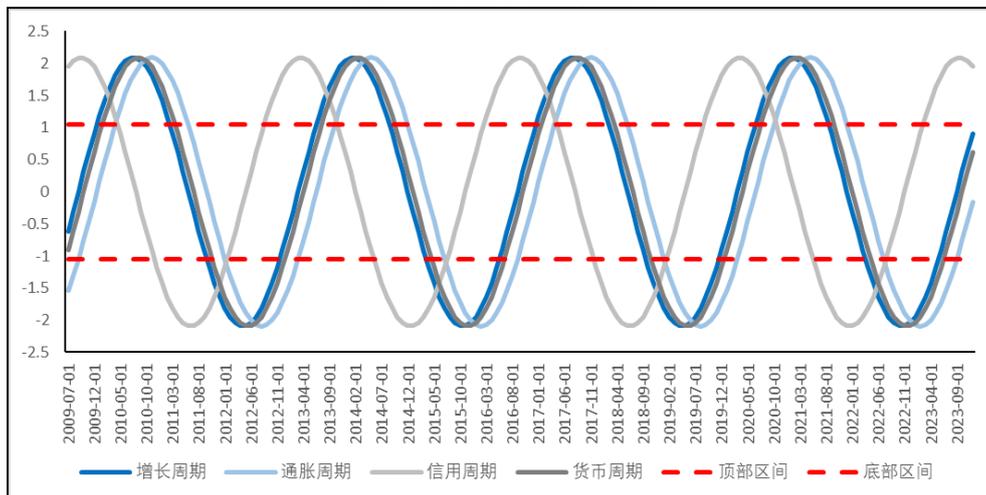


数据来源：上海中期

本期资产配置：

对于宏观因子的状态判断，我们采用动量法与相位法结合的方式给出。为增强结果的稳健性，我们将周期波动划分为上行、下行、顶部、底部区间，当周期指标位于顶部和底部区间时，采用动量法确定因子的波动方向。根据本月宏观因子数据，最新的经济周期状态是：经济增长处于上行区间、通胀处于上行区间，信用处于顶部区间且无动量信号，货币处于上行区间。对应本月资产配置建议为：**债券观望、看多股指、看多商品、看多黄金。**

图 5：宏观周期所在区间



数据来源：上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

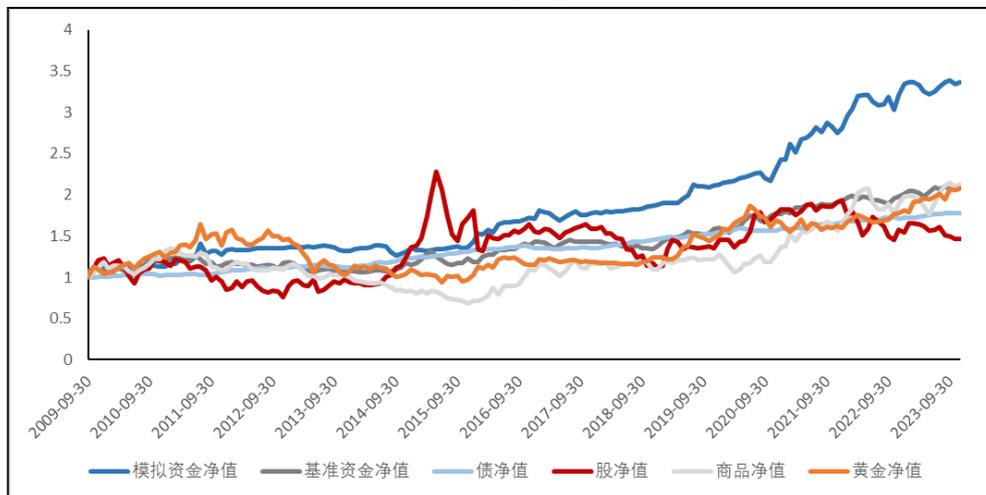
报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

策略模拟表现

对债券、股票、商品、黄金投资组合策略的模拟，我们分别采用中债综合财富(总值)指数、中证全指、南华商品指数、上海黄金交易所 Au9999 金价。基本原理是，期初分别给予每类资产 25%仓位，每月根据宏观周期信号进行调仓，当发出看多信号时，将该种资产仓位比例增加一倍，当发出看空信号时，将原仓位减少至 1/2，最后归一化得到当期权重。

根据以上的策略方法，我们对四类资产对应指数进行模拟，建仓时点为 2009 年 9 月。截止本月，策略模拟资金净值达到 3.33。对比来看，债券、股票、商品、黄金对应净值分别为 1.79、1.43、2.09、2.07，基准配置（每类资产始终按照 25%仓位配置）净值为 2.07。结果显示采用宏观周期策略调整仓位的收益高于单类别资产配置和固定比例仓位的基准配置。

图 6：模拟资金净值



数据来源：上海中期

(执笔：上海中期研究所)

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。