

宏观专题

基于四维宏观环境的大类资产配置框架

我国正逐步走出新冠疫情的冲击，未来经济向上修复趋势已定，但幅度仍存不确定性。面对当前的宏观环境，是否有相应历史阶段可参考？大类资产可能走出怎样的行情？行业配置有何建议？本报告，我们从政策面、基本面、海外环境、资本流动出发，构建一个基于四维宏观环境的大类资产配置框架，试图予以回答。

1、宏观环境对资产价格的影响可从四个维度入手

1) 政策面，选取货币-信用周期。货币政策指央行采取降准降息、公开市场操作等方式应对经济周期波动；信用环境可衡量实体经济的需求恢复程度。

2) 基本面，选取经济-通胀周期。虽然逆周期政策介入、各项改革削弱了美林时钟在我国应用的有效性，但仍可以通过观察高频的经济和物价指标，来跟踪经济的波动，对大类资产表现作出判断。

3) 海外环境，选取海外经济景气度和汇率来衡量海外环境对资产的影响。

4) 资本流动，是最直接影响我国资产价格表现的因素之一，这里选取境外机构和持有的境内人民币债券和股票资产进行观察。

2、不同的宏观环境下资产价格如何走？

1) 货币-信用周期：构建货币、信用指数，划分成四象限。回溯历史显示：大类资产方面，宽信用时期股票、商品表现通常好于债券，宽货币时期债券表现明显更好；行业层面，宽货币宽信用时期金融、TMT、可选消费占优；紧货币宽信用时期机械、有色、建材、可选消费、TMT占优；紧货币紧信用时期消费类整体占优；宽货币紧信用时期整体欠佳，仅食品饮料为正收益。

2) 经济-通胀周期：构建经济、物价指数，划分成四象限，回溯历史显示：大类资产方面，高景气高通胀时期股票、商品通常好于债券；高景气低通胀时期股债商品均能取得不错的收益；低景气低通胀时期债券明显好于股票和商品；低景气高通胀时期（滞胀）股债商品表现均不佳。行业层面，高景气高通胀时期周期品、可选消费表现更好；高景气低通胀时期有色、军工、消费类、金融、地产表现更好；低景气低通胀时期房地产、休闲服务、计算机表现相对更好；低景气高通胀时期整体欠佳，食品饮料、TMT相对跌幅更低。

3) 海外环境：构建海外经济、汇率指数，回溯历史显示：全球经济高速增长的时候，股票、商品明显好于债券；全球经济低增长时，债券更好；总体看，汇率对资产表现的影响弱于海外经济景气度；行业层面，四种情形下行业表现明显分化。

4) 资本流动：外资对我国股市的影响大于债市。股票流入和流出分别严格对应股票牛市和熊市，但债券流入和流出与债券市场表现并无一致规律。

3、下半年宏观环境处于哪一阶段？对资产配置有何影响？

1) 下半年宏观环境特点：政策进一步“放水”，宽财政是主角，三季度仍有望降准降息；国内经济整体复苏但行业分化，CPI下PPI上；全球疫情仍严重，美国经济复苏尚早，中美冲突可能加剧，人民币趋于升值但幅度有限。

2) 下半年资产配置策略：股票、商品整体好于债券，行业仍是分化

三季度：可能是“货币边际紧、宽信用+国内经济高景气低通胀+海外经济低增长、汇率震荡”，预计股票、商品好于债券，债券可能在降准降息落地、中美冲突加剧、疫情再度恶化的时候迎来阶段性行情；行业选择分四个方向：一是受益于盈利修复和基建、地产链的中游制造、化工、建材；二是农业；三是商贸、食品饮料、医药生物等消费；四是TMT等新经济领域。

四季度：可能是“紧货币宽信用+国内经济高景气低通胀+海外经济从低增长逐步修复、人民币升值但幅度有限”，预计股票、商品仍将整体好于债券；行业配置可侧重中上游的有色、建材，汽车、家电、休闲服务等可选消费，金融地产等。

风险提示：模型有偏差、政策力度不及预期、中美冲突超预期、疫情超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

1、《论“持久战”——逐句解读 7.30 政治局会议》
2020-07-30

2、《美联储宽松基调不变，大类资产将如何表现？——7月FOMC会议点评》2020-07-30

3、《再度聚焦美国大选与中美关系——美国大选跟踪第3期》2020-07-28

4、《宏观专题：“成功向内求”——宏观经济 2020 中期展望》2020-07-13

5、《宏观专题：通胀还是通缩？——从宏观机理到中间线索》2020-07-06

6、《宏观专题：下半年基建投资高增，幅度和结构如何？》2020-07-05



内容目录

宏观环境对资产价格的影响可从四个角度入手.....	3
不同的宏观环境下资产价格如何走?	4
货币-信用周期下的大类资产表现.....	4
经济-通胀周期下的大类资产表现.....	6
海外环境影响下的大类资产表现.....	8
资本流动影响下的大类资产表现.....	10
下半年宏观环境与资产配置展望.....	11
风险提示	13

图表目录

图表 1: 宏观环境对资产价格的影响可从四个角度入手.....	3
图表 2: 货币指数、信用指数构建方法	4
图表 3: 货币、信用指数展示.....	4
图表 4: 货币、信用周期展示.....	5
图表 5: 货币-信用周期中大类资产表现.....	5
图表 6: 货币-信用周期中行业表现.....	6
图表 7: 货币-信用周期行业表现前十排序.....	6
图表 8: 经济、物价指数展示.....	6
图表 9: 经济、通胀周期展示.....	7
图表 10: 经济-通胀周期中大类资产表现	7
图表 11: 经济-通胀周期中行业表现.....	7
图表 12: 经济-通胀周期行业表现前十排序.....	8
图表 13: 海外经济、汇率指数展示	8
图表 14: 海外经济、汇率因素划分展示	9
图表 15: 海外环境影响下的大类资产表现.....	9
图表 16: 海外环境影响下的行业表现.....	9
图表 17: 海外环境影响下的行业表现前十排序	10
图表 18: 外资持有股票和债券数量的环比变化	10
图表 19: 外资影响下的大类资产表现.....	10
图表 20: 信贷和社融增速有望维持高位	11
图表 21: IMF 预测 2020 年全球 GDP 实际增长率将大幅下滑	11
图表 22: 货币-信用周期对资产的影响.....	12
图表 23: 通胀-经济周期对资产的影响.....	12
图表 24: 海外环境对资产的影响	12
图表 25: 外资流动对资产的影响	12
图表 26: 2020 年宏观环境对应的大类资产和行业配置结论	13

央行指出当前全球面临“低增长、低通胀、低利率、低生产率增长”四低叠加环境，我国也正逐步走出新冠疫情的冲击，未来经济向上修复趋势已定、但幅度仍存不确定性。面对当前的宏观环境，是否有相应的历史阶段可供参考？大类资产可能走出怎样的行情？行业配置有何建议？本文从政策面、基本面、海外环境、资本流动出发，构建一个基于四维度宏观环境的大类资产配置框架，对宏观环境的周期特征和大类资产走势进行归纳，探究当前宏观环境对大类资产价格表现的可能影响，进而尝试回答上述问题。

宏观环境对资产价格的影响可从四个角度入手

宏观环境对资产价格的影响可归为四类。

1) 政策面，选取货币-信用周期衡量政策环境。货币政策主要体现央行为应对经济的周期性波动，采取降准降息、公开市场操作等量价结合的方式，调节实体经济融资成本，向市场补充或回笼流动性，进而促进或压制消费和投资；但货币政策的传导并不总是通畅，因此信用周期与货币周期之间可能存在时滞，信用环境既体现了政策实施的效果，也可以侧面衡量实体经济的需求恢复程度。

2) 基本面，选取经济-通胀周期衡量实体经济环境。美林时钟是这一角度的经典模型，但在我国的有效性较为有限，一是我国政策刺激的介入可能导致时钟跳跃或逆转；二是2009年金融危机之后我国GDP和CPI趋于稳定，周期性减弱；三是我国各项改革可能扩大了经济的结构特征而削弱周期特征。但我们仍可以通过观察高频的经济和物价指标，来跟踪经济的短周期波动，从而对大类资产表现作出判断。

3) 海外环境，选取海外经济景气度和汇率来衡量海外经济和货币环境对我国的影响。海外经济的强弱可能通过全球产业链、出口等传导至我国外需导向型行业的盈利和资产表现，汇率则对受外需影响大的行业和资本流动产生一定影响。

4) 资本流动是最直接影响我国资产价格表现的因素之一，这里选取境外机构和个人持有的境内人民币债券和股票资产进行观察。

图表 1：宏观环境对资产价格的影响可从四个角度入手



资料来源：国盛证券研究所

不同的宏观环境下资产价格如何走？

货币-信用周期下的大类资产表现

以多因素合成量化指标综合判断所处货币、信用环境。其中：1) 构建货币指数，该指标越低代表货币环境越宽松。通常降低存贷款基准利率、再贴现利率、7 天逆回购、1 年期 MLF 和 LPR 利率、降准、公开市场操作资金净投放则视为货币政策边际宽松，其中：利率、存款准备金率以月均值的环比变化作为基础数据，公开市场操作则观察当月 OMO、SLO、SLF、PSL、MLF、TMLF 总计的净投放情况，除以存款余额得到相对占比，再进一步计入到货币指数中。2) 构建信用指数，该指标越高代表信用环境越宽松。取 M2 当月同比和社会融资规模存量当月同比增速，求和计入信用指数中(指标具体构建方法如下)。

图表 2: 货币指数、信用指数构建方法

指数类别	货币政策工具	量化标准
货币指数（越低代表越宽松）	存款基准利率	取变化值,降低 1BP 则记为-0.01%
	贷款基准利率	取变化值,降低 1BP 则记为-0.01%
	再贴现利率	取变化值,降低 1BP 则记为-0.01%
	7 天逆回购	取变化值,降低 1BP 则记为-0.01%
	1 年 MLF	取变化值,降低 1BP 则记为-0.01%
	1 年 LPR	取变化值,降低 1BP 则记为-0.01%
	存款准备金率	取变化值,降低 50BP 则记为-0.25%
	公开市场操作	数值为负表明资金回笼，货币边际收紧。OMO、SLO、SLF、PSL、MLF、TMLF 求和除以存款余额得到相对占比，降低 50BP 取+0.25%
信用指数（越高代表越宽松）	M2 同比	取绝对增速
	社融存量增速	取绝对增速

资料来源：国盛证券研究所

图表 3: 货币、信用指数展示



资料来源：Wind，国盛证券研究所

以原指数和均线的关系划分四大周期。分别作货币指数、信用指数的 12 月移动平均，原指数高于 12 月均线则记为宽货币/宽信用，原指数低于 12 月均线则记为紧货币/紧信

用。观察发现 2004 年以来这四个周期通常遵循“紧货币、紧信用→宽货币、紧信用→宽货币、宽信用→紧货币、宽信用”的逆时针方向运行，不过个别月份可能存在跳跃或反转，此处不予细致追究，即重在观测货币-信用本身与大类资产表现的关系。

图表 4: 货币、信用周期展示



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 信用指数-12月均线>0, 为宽信用, 反之为紧信用; 货币指数-12月均线>0 为宽货币, 反之为紧货币。

分大类和行业观察不同阶段资产的表现:

大类资产方面, 取 10 年期国债收益率月均值环比变化, 上证综指、沪深 300 指数、创业板指数、南华工业品指数月均环比涨跌幅来观察债券、股票、商品价格的变化。历史数据显示, 宽货币宽信用时期股票、商品表现通常好于债券, 其中大盘股更好; 紧货币宽信用时期股票、商品表现好于债券, 其中创业板更好; 紧货币紧信用时期股票、商品有小行情, 债券表现欠佳; 宽货币紧信用时期债券表现明显好过股票和商品。机理层面也可理解, 即货币宽松的时候资金供给和流动性相对充足, 更利于债市; 信用宽松的时候实体融资需求较为旺盛、企业利润改善, 更利于股市。两者同松同紧的时候, 历史经验显示股票表现通常更好, 特别是在宽货币、宽信用时期。

图表 5: 货币-信用周期中大类资产表现

大类资产月均环比涨跌幅	10Y国债收益率 (BP)	上证综指 (%)	沪深300 (%)	创业板指数 (%)	南华工业品指数 (%)	特征
宽货币、宽信用	1.03	1.44	1.83	1.55	1.40	债熊、股牛 (大盘更好)、商品牛
紧货币、宽信用	2.34	1.96	2.68	4.10	2.16	债熊、股牛 (创业板更好)、商品牛
紧货币、紧信用	2.73	0.69	0.97	0.87	0.21	债熊、股小牛 (大盘更好)、商品小牛
宽货币、紧信用	-5.27	-0.71	-0.63	-0.04	-0.68	债牛、股小熊、商品小熊

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 10Y国债、上证综指、沪深 300、南华工业品指数取 2004 年 7 月-2020 年 6 月, 创业板指数取 2010 年 6 月-2020 年 6 月。定义, 1BP 或者 1%以内为“小”行情。

行业层面, 选取申万一级行业指数的月均环比涨跌幅作为观测对象。历史数据显示, 宽货币宽信用时期金融、TMT、可选消费表现较好; 紧货币宽信用时期机械、有色、建材、可选消费、TMT 表现较好; 紧货币紧信用时期消费类整体占优; 宽货币紧信用时期整体欠佳, 仅食品饮料为正收益。

图表6：货币-信用周期中行业表现（%）

中万行业指数月环比涨跌幅	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
宽信用、宽货币	2.67	1.65	1.17	2.96	2.26	1.08	2.74	1.88	1.43	1.43	1.22	1.05	0.97	1.64	1.29	1.89	0.91	1.75	1.13	0.89	0.72	1.95	1.99	1.40	1.85	1.32	2.29	0.94
宽信用、紧货币	1.82	2.15	1.57	2.55	2.48	1.06	2.55	2.23	3.07	3.43	2.76	2.19	2.25	2.40	2.44	2.04	2.60	2.91	1.50	1.17	2.53	2.92	2.65	2.63	1.56	1.69	2.25	3.01
紧信用、紧货币	0.86	1.03	1.26	0.76	2.17	1.04	0.46	1.44	0.90	0.60	1.37	0.86	1.28	1.13	1.81	2.09	2.05	1.32	0.39	1.29	1.38	1.18	1.19	1.36	0.63	0.92	0.90	1.19
紧信用、宽货币	-1.69	-1.20	-0.87	-1.65	-1.11	-0.39	-1.07	-0.93	-0.85	-1.22	-0.42	-1.13	-1.12	-1.06	-1.12	0.26	-0.43	-0.47	-0.71	-0.51	-0.59	-1.38	-0.79	-1.26	-0.81	-0.51	-0.55	-1.51

资料来源：Wind，国盛证券研究所 时间区间：2000年2月-2020年6月

图表7：货币-信用周期行业表现前十排序

前十行业排序	宽信用、宽货币	宽信用、紧货币	紧信用、紧货币	紧信用、宽货币
1	有色金属	汽车	建筑材料	食品饮料
2	电气设备	国防军工	食品饮料	建筑装饰
3	采掘	综合	休闲服务	家用电器
4	非银金融	电子	农林牧渔	休闲服务
5	建筑材料	医药生物	机械设备	医药生物
6	计算机	家用电器	房地产	银行
7	电子	计算机	家用电器	交通运输
8	食品饮料	传媒	传媒	非银金融
9	机械设备	休闲服务	医药生物	房地产
10	通信	有色金属	交通运输	公用事业

资料来源：Wind，国盛证券研究所 时间区间：2000年2月-2020年6月，排序依照各行业指数月均环比涨跌幅

经济-通胀周期下的大类资产表现

以主要经济、通胀指标综合判断所处经济、通胀环境。其中：1）构建经济指数，该指标越高代表经济环境越景气。此处以工业增加值当月同比为基础指标。2）构建物价指数，该指标越高代表通胀程度更高。此处以 $0.3CPI+0.7PPI$ 衡量的广义通胀为基础指标。

图表8：经济、物价指数展示



资料来源：Wind，国盛证券研究所

同理，以原指数和均线的关系划分四大周期。分别作经济指数、物价指数的12月移动平均，原指数高于12月均线则记为高景气/高通胀，原指数低于12月均线则记为低景气

/低通胀。传统美林时钟认为经济周期通常遵循低景气、低通胀→高景气、低通胀→高景气、高通胀→低景气、高通胀的顺时针方向运行。鉴于我国金融危机以来周期性和结构性并存的现实环境，本文弱化周期轮动，同样重在观测经济-通胀本身与大类资产的关系。

图表 9: 经济、通胀周期展示



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 经济指数-12月均线>0, 为高景气, 反之为低景气; 物价指数-12月均线>0 为高通胀, 反之为低通胀。

分大类和行业观察不同阶段资产的表现:

大类资产选取与第一部分的货币-信用周期相同。历史数据显示, 高景气高通胀时期股票、商品表现通常好于债券, 其中大盘股更好; 高景气低通胀时期股债商均能取得不错的收益; 低景气低通胀时期债券表现明显好于股票和商品; 低景气高通胀时期(滞胀)股债商表现均不佳。总结可知, 经济过热阶段股票、商品表现更优, 经济萧条阶段债券更优, 经济复苏阶段股债商均好, 滞胀阶段则均不好。

图表 10: 经济-通胀周期中大类资产表现

大类资产月均环比涨跌幅	10Y国债收益率 (BP)	上证综指 (%)	沪深300 (%)	创业板指数 (%)	南华工业品指数 (%)	特征
高景气、高通胀	5.35	2.29	2.81	0.97	1.23	债熊、股牛(大盘更好)、商品牛
高景气、低通胀	-2.13	2.50	2.89	3.18	3.41	债牛、股牛(创业板更好)、商品牛
低景气、低通胀	-7.32	0.16	0.42	0.59	-1.00	债牛、股小牛(创业板更好)、商品熊
低景气、高通胀	2.63	-1.64	-1.40	0.70	-0.10	债熊、股熊(创业板更好)、商品小熊

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 10Y国债、上证综指、沪深300、南华工业品指数取2004年7月-2020年6月, 创业板指数取2010年6月-2020年6月。定义, 1BP或者1%以内为“小”行情。

行业层面, 选取申万一级行业指数的月环比涨跌幅作为观测对象。历史数据显示, 高景气高通胀时期周期品、可选消费表现更好; 高景气低通胀时期有色、军工、消费类、金融、地产表现更好; 低景气低通胀时期房地产、休闲服务、计算机表现相对更好; 低景气高通胀时期整体欠佳, 食品饮料、TMT 相对跌幅更低。

图表 11: 经济-通胀周期中行业表现 (%)

申万行业指数月环比涨跌幅	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
高景气、高通胀	3.07	2.13	2.44	2.64	2.99	1.58	2.17	2.18	2.44	2.45	2.58	2.34	2.19	2.33	2.06	2.15	2.15	2.31	1.91	2.03	1.74	2.60	2.06	1.99	1.54	1.24	2.60	2.14
高景气、低通胀	1.73	1.49	0.99	3.20	1.79	1.18	1.98	1.98	2.84	2.39	1.99	0.63	1.10	2.27	1.48	3.48	2.33	1.88	0.60	0.84	2.39	1.07	1.18	0.92	0.12	2.26	2.45	1.18
低景气、低通胀	-0.77	-0.15	-0.44	-0.72	0.61	0.44	0.40	0.25	0.18	0.16	0.37	0.19	0.00	-0.13	0.28	0.50	0.95	0.76	0.25	0.23	1.05	0.07	0.88	0.45	0.43	0.41	0.57	0.27
低景气、高通胀	-1.68	-0.76	-0.84	-1.22	-1.16	-1.09	-0.66	-0.69	-1.30	-1.32	-0.61	-1.34	-0.94	-1.08	-0.51	-0.04	-1.06	-0.17	-1.24	-1.19	-1.69	-0.33	-0.11	-0.45	0.10	-0.78	-1.41	-1.08

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 时间区间: 2000年2月-2020年6月

图表 12: 经济-通胀周期行业表现前十排序

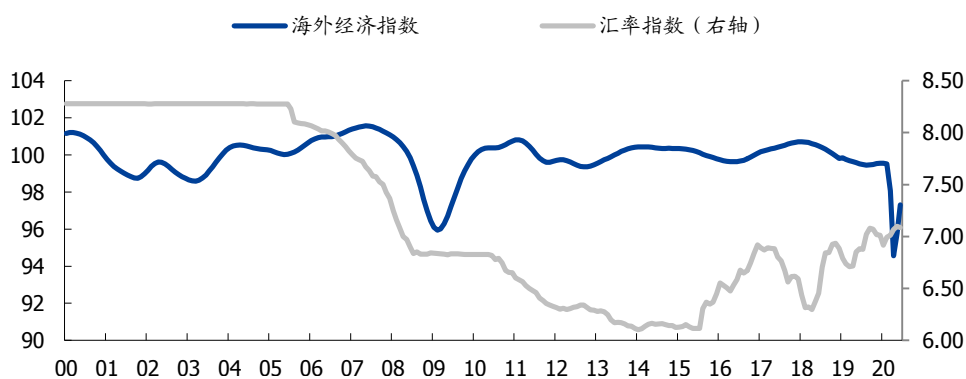
前十行业排序	高景气、高通胀	高景气、低通胀	低景气、低通胀	低景气、高通胀
1	采掘	食品饮料	房地产	通信
2	建筑材料	有色金属	休闲服务	食品饮料
3	有色金属	国防军工	计算机	计算机
4	电子	非银金融	医药生物	医药生物
5	非银金融	房地产	建筑材料	电子
6	家用电器	汽车	非银金融	传媒
7	汽车	休闲服务	食品饮料	农林牧渔
8	国防军工	商业贸易	传媒	家用电器
9	钢铁	银行	建筑装饰	电气设备
10	纺织服装	家用电器	通信	机械设备

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 时间区间: 2000 年 2 月-2020 年 6 月, 排序依照各行业指数月均环比涨跌幅

海外环境影响下的大类资产表现

这一部分通过观测海外经济景气度和人民币汇率, 考察外围环境的改变对我国资产配置的影响。其中: 1) 构建海外经济指数, 该指标越高代表海外经济越景气, 以 OECD 综合领先指标为基础指标。2) 构建汇率指数, 该指标越高代表人民币相对美元更弱, 以美元兑人民币中间价为基础指标。

图表 13: 海外经济、汇率指数展示



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3531

