

多类资产配置模型叠加与资本市场风险偏好指数

—资产配置专题研究

专题报告 · 宏观经济

国信宏观固收

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

[01] 多类资产配置模型与资本市场风险偏好指数

[02] 若干资产配置框架的叠加与检验

[03] 以双核为主线的资产配置展望

- 三类资产配置模型与框架
- 资本市场风险偏好指数

➤ 资本市场对于资产配置框架持续关注，三类资产配置框架基本成型：

- 以“经济增长+通货膨胀”为划分依据的“美林投资时钟”，盛行于2004-2010年时期；
- 以“货币政策+信用增长”为划分依据的“货币+信用”风火轮盛行于2016-2019年时期；
- 以“信贷+票据”为划分依据的信贷库存周期，成型于2023年初期；

图1：以“经济增长+通货膨胀”为划分依据的“美林投资时钟”



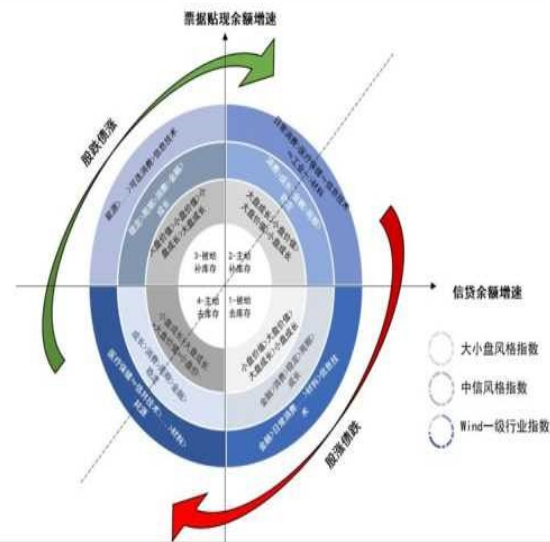
资料来源：国信证券经济研究所整理

图2：以“货币政策+信用增长”为划分依据的“货币+信用”风火轮



资料来源：国信证券经济研究所整理

图3：以“信贷+票据”为划分依据的信贷库存周期



资料来源：国信证券经济研究所整理

- 以上证综指描述股票资产价格、10年期国债利率描述债券市场价格、南华工业品指数描述中国商品市场价格、人民币对美元汇率描述汇率市场价格；
- 四类资产价格对于中国经济基本面的大致逻辑关系是：
 - 股指上行（下行）是Risk on（off）状态的表现形式之一；
 - 利率上行（下行）是Risk on（off）状态的表现形式之一；
 - 南华工业品指数上行（下行）是Risk on（off）状态的表现形式之一；
 - 人民币对美元汇率（数值）的下行（上行）是Risk on（off）状态的表现形式之一；
- 采用扩散指数的方式将四类资产价格进行合成，所形成的曲线理应反映整体资本市场的Risk on（off）状态；

图4：风险偏好扩散指数走势（周频）

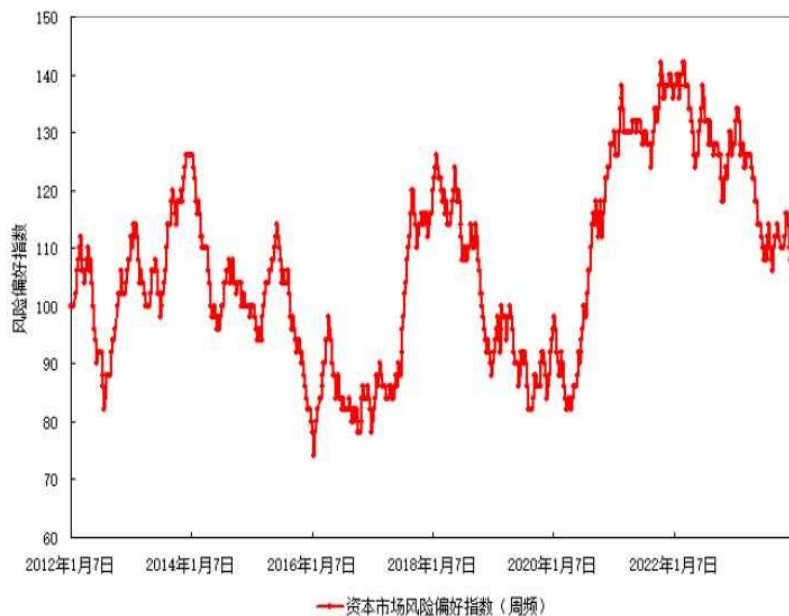
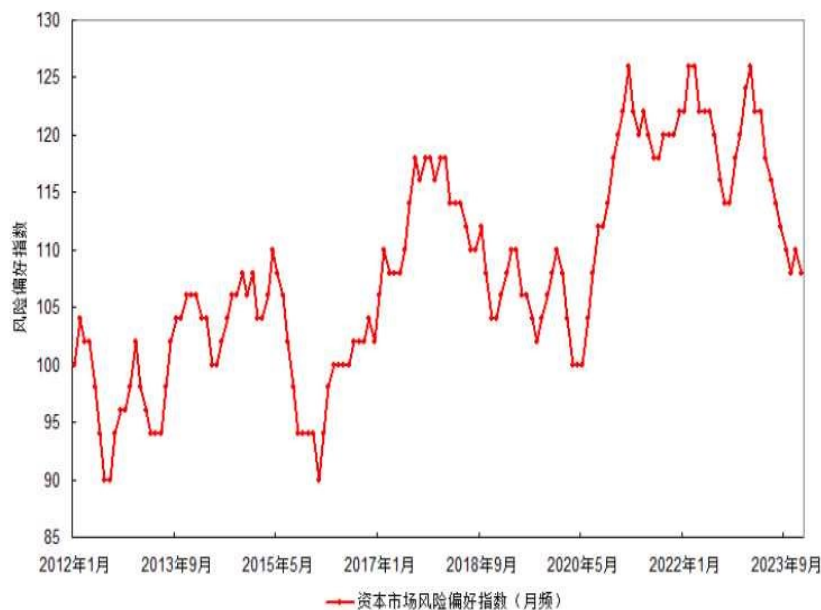


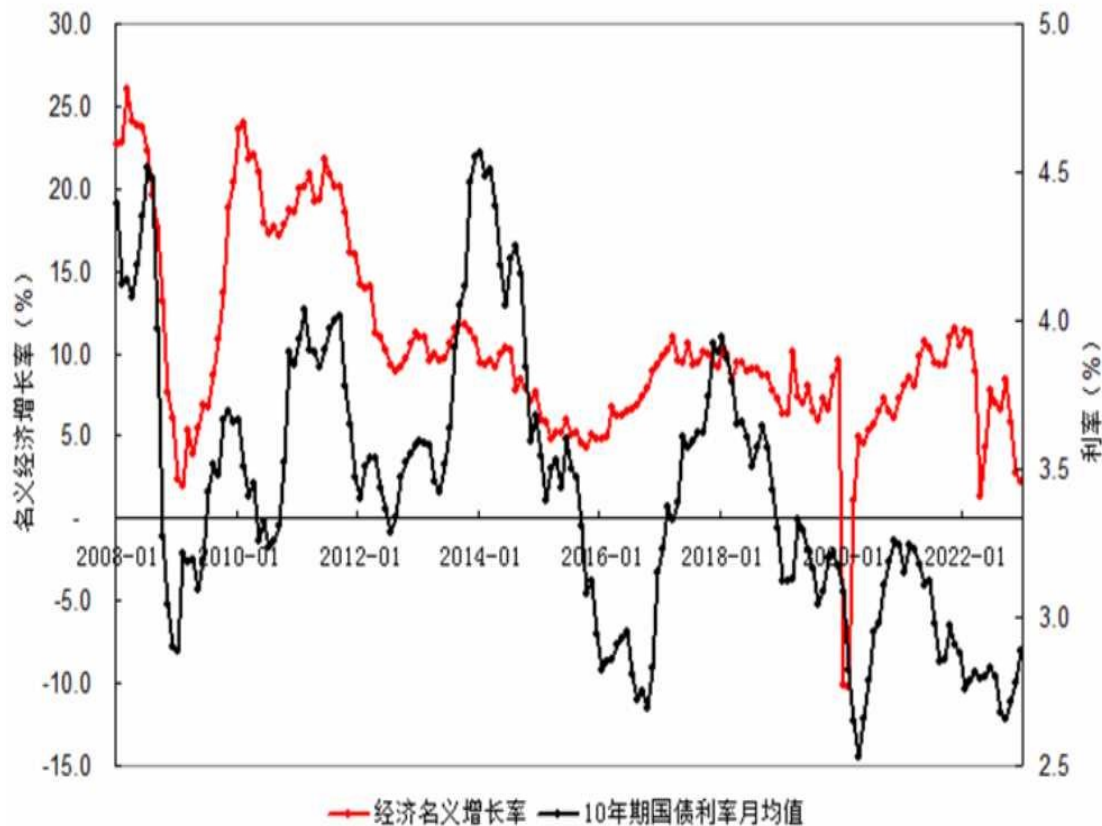
图5：风险偏好扩散指数走势（月频）



- 三类资产配置模型的核心主线
- 多主线的叠加与检验

图6：名义经济增长率与利率的关系

- 实际经济增长因素与通货膨胀因子可以合成名义经济增长率因子，应该说名义经济增长率是资产价格变化的主线，也是美林投资时钟的核心主线；
- 以月度频率建立了中国经济名义增长率曲线，其中实际增长因子采用了工业增加值同比增速来进行替代衡量，通货膨胀因子采用了CPI与PPI加权合成的方式来进行替代衡量，其权重是利用CPI、PPI以及GDP平减指数三者的历史拟合权重系数来进行确认，从而形成“名义经济增长率=工业增加值同比增速+通货膨胀综合指数”；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：信用增速与利率的关系

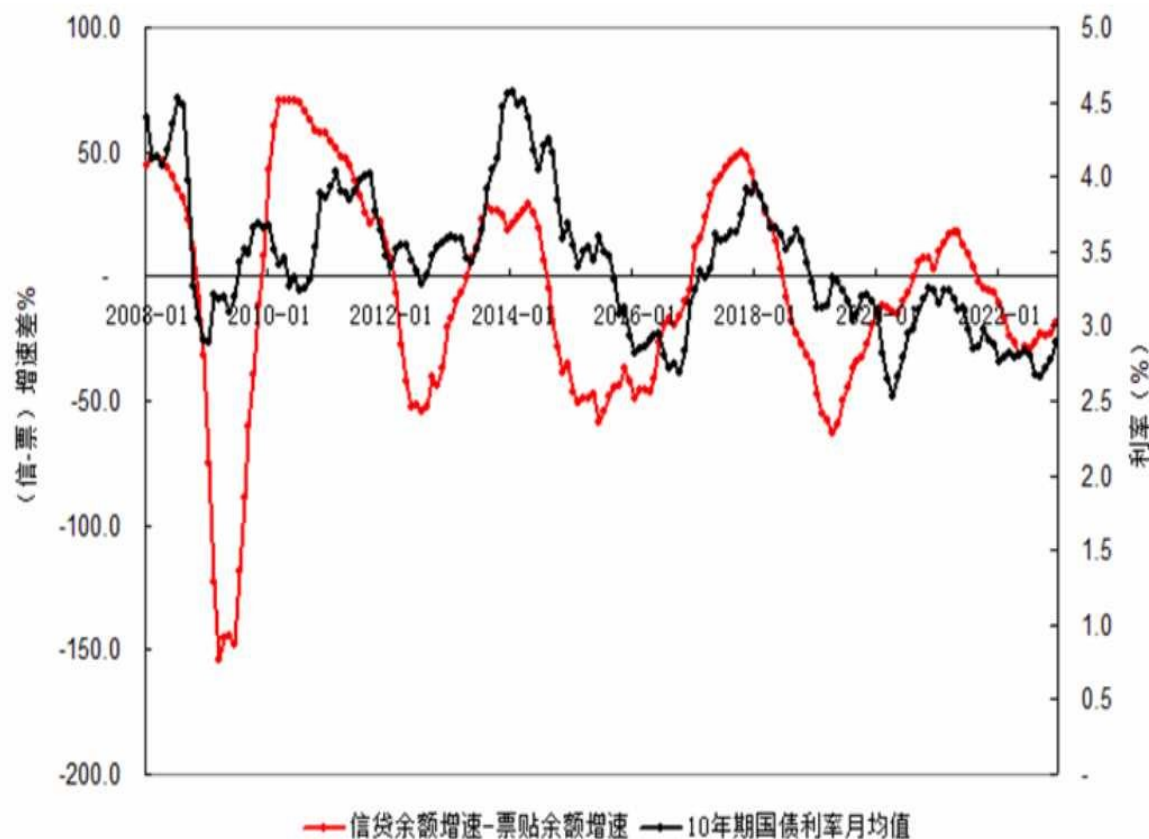
- 从本质意义上看，“货币+信用”风火轮中的信用变量是名义经济增速的另一种宏观表达方式，但是其中的货币因子事实上引入了外生政策因素，在一定程度上与美林投资时钟产生了差异；
- 美林投资时钟完全从内生因素来构建模型，而“货币+信用”风火轮则是综合了内生因素和外生因素来合成构建模型；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：“信贷-票据”增速差与利率的关系

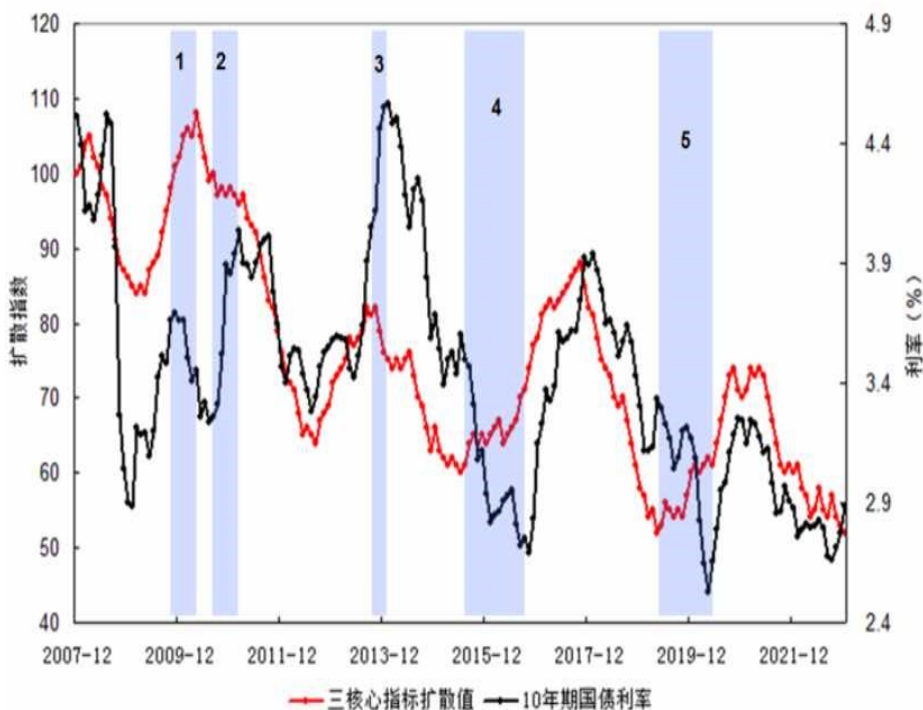
- 借鉴于实体经济库存周期分析中关于“生产—库存—需求”三环节的联动性，创设了“信贷—票据贴现—合意信贷供给”的链条；
- 将“信贷余额增速”类比于“工业增加值增速”概念，“票据贴现余额增速”类比于“库存增速”概念，那么“实体经济库存周期”就可以转化为“信贷库存周期”；
- “信贷余额同比增速-票据贴现余额同比增速”所构成的增速差曲线是对资产价格变化波动的主力解释工具，也是信贷库存周期的核心主线；



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

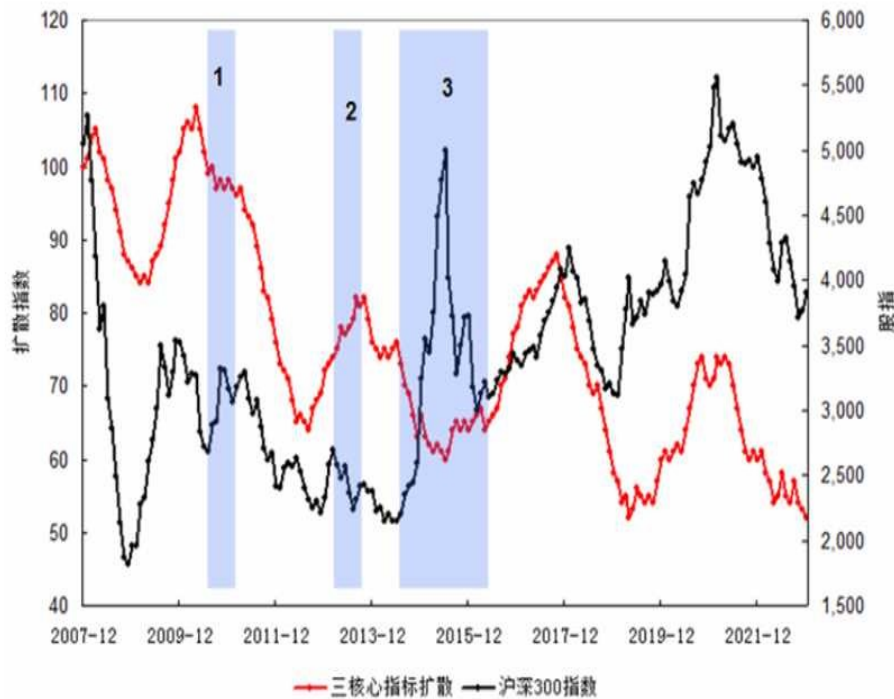
- 对名义经济增长率、社会融资规模存量同比增速以及增速差（即“信贷余额同比增速-票据贴现余额增速”之差）进行扩散指数的处理，合成的指数简称为“三核扩散指数”；
- 三核扩散指数与资产价格的关系；

图9：三条核心主线的扩散合成指数与利率的关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

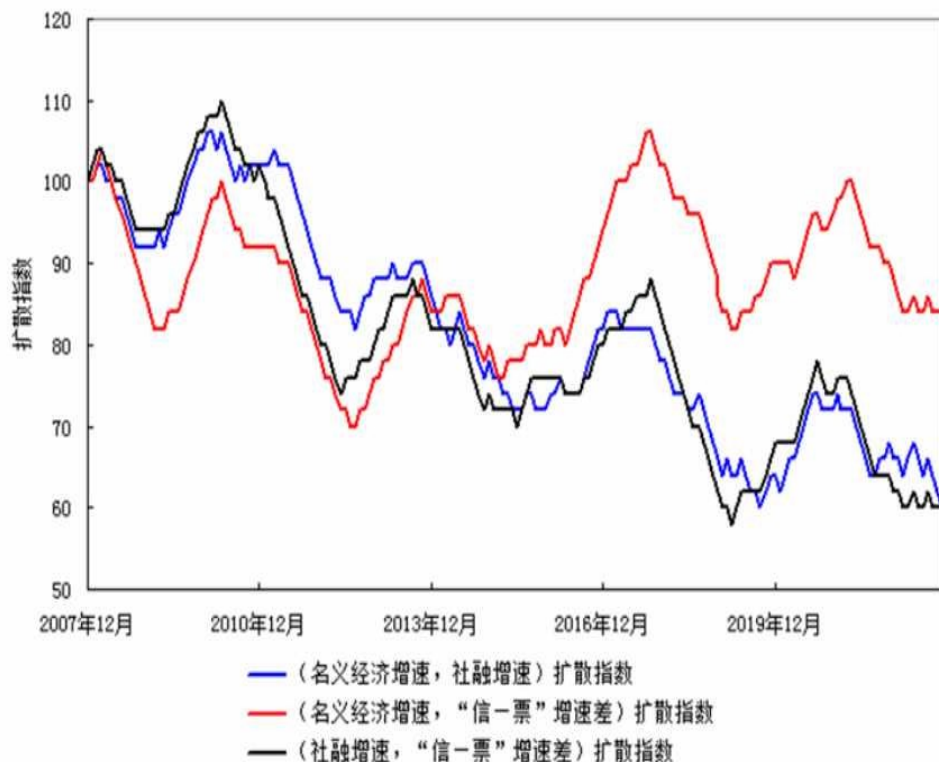
图10：三条核心主线的扩散合成指数与股票指数的关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 考察如下组合而成的扩散指数对于利率的相关系数，分别为（名义经济增速、社会融资总量）、（名义经济增速，“信-票”增速差）、（社会融资总量，“信-票”增速差）、（名义经济增速、社会融资总量、“信-票”增速差）；
- 以2008-2022年为采样统计时期，上述各类不同基础模型的组合所构建的扩散指数与10年期国债利率月均值之间的相关系数；

图11：不同主线合成的各类扩散指数对比效果



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

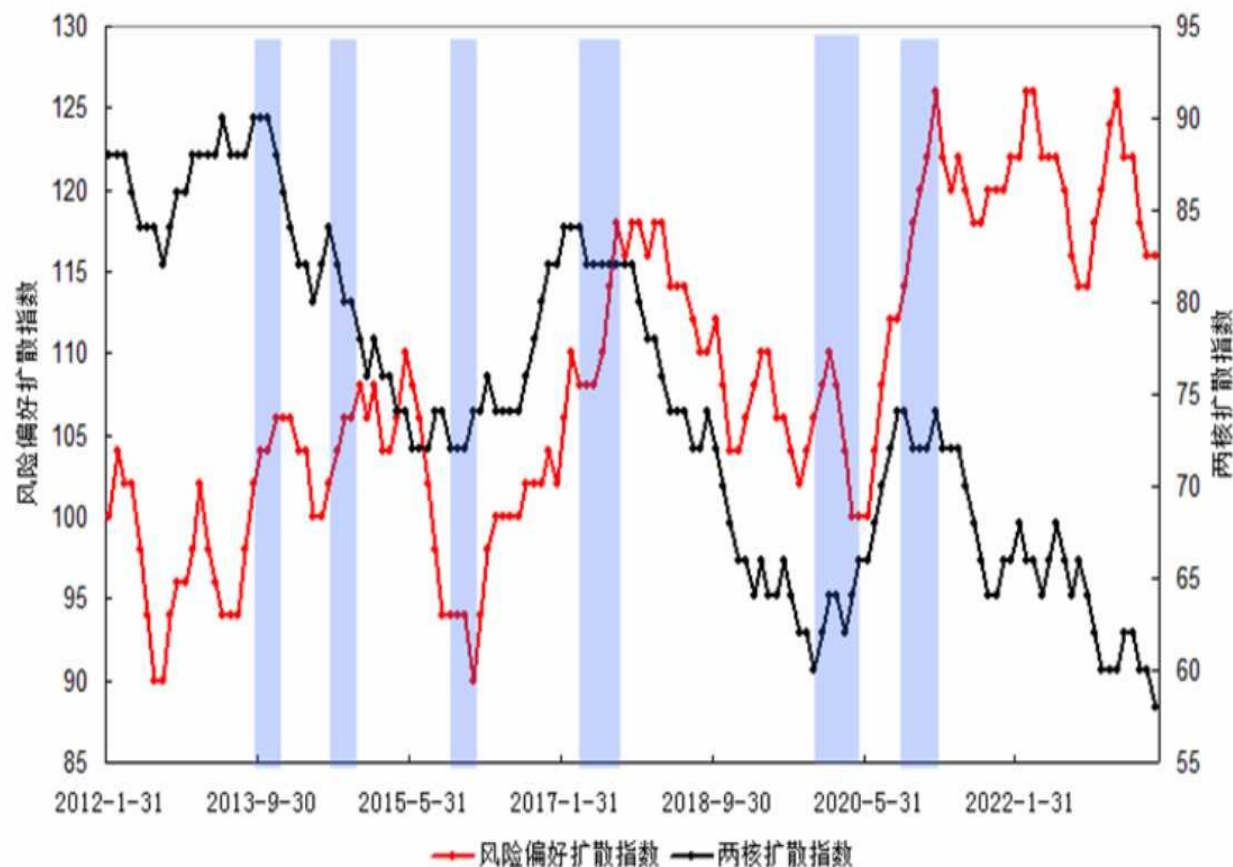
图12：各类基础模型组合的扩散指数与10年期国债利率的相关系数

基础模型主线（扩散指数）与利率的相关系数	10年期国债利率月均值
名义经济增长率	0.47
社会融资总量	0.40
“信-票” 增速差	0.45
(名义经济增长率, 社会融资总量)	0.56
(名义经济增长率, “信-票” 增速差)	0.15
(社会融资总量, “信-票” 增速差)	0.51
(名义经济增长率, 社会融资总量, “信-票” 增速差)	0.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 在相关性检验中，发现以“美林投资时钟”和“货币+信用”风火轮构筑的合成扩散指数对于资产价格的解释度最高，相关系数高达0.56；
- 选取由“经济名义增长率”和“社会融资规模存量同比增速”构成的两核扩散指数，令其与风险偏好扩散指数进行比较；

图13：两核扩散指数与风险偏好扩散指数对比效果

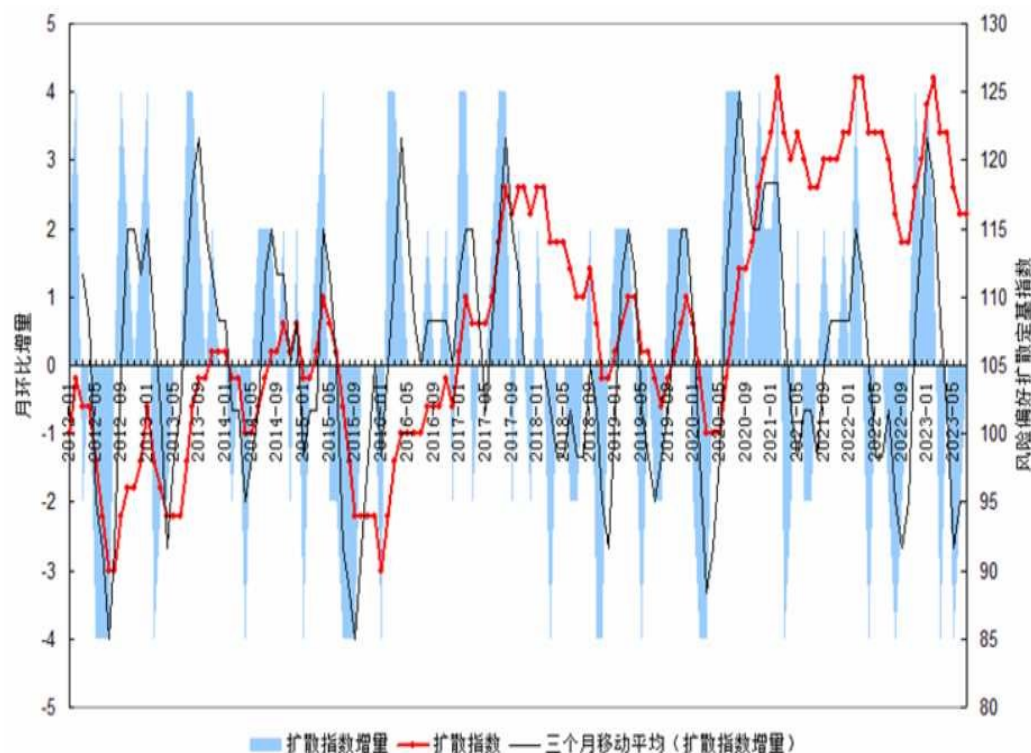


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 扩散指数的技术性应用；
- 双核资产配置模型对于未来的指引；

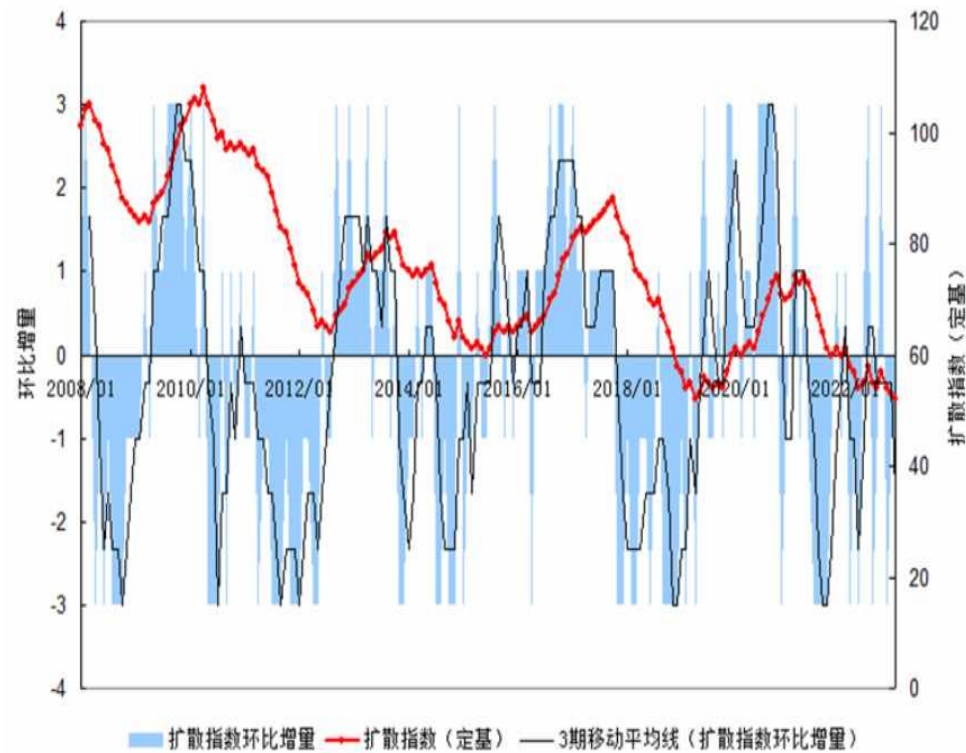
- 无论是资本市场风险偏好指数，还是双核资产配置指数，均可以采用环比增量、移动平均线的方式观察其边际变化；
- 这种方式从属于技术性分析，更适合于交易与跟踪；

图14: 扩散指数与增量的关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 扩散定基指数与环比增量的关系

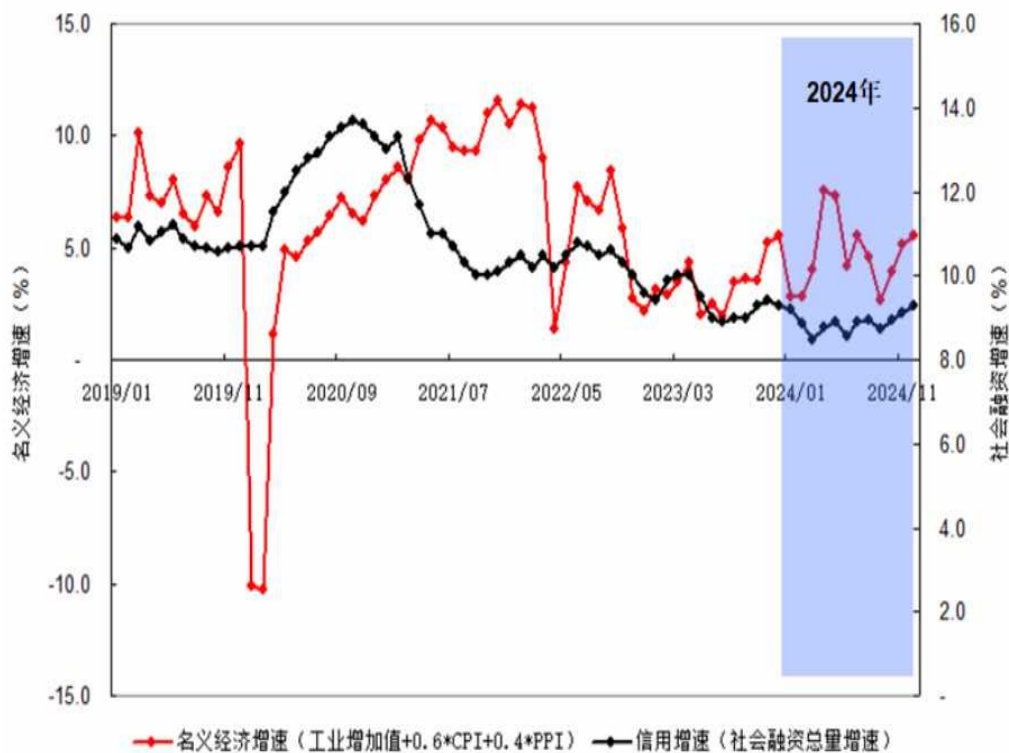


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资产趋势（展望）：双核扩散指数的变化预期

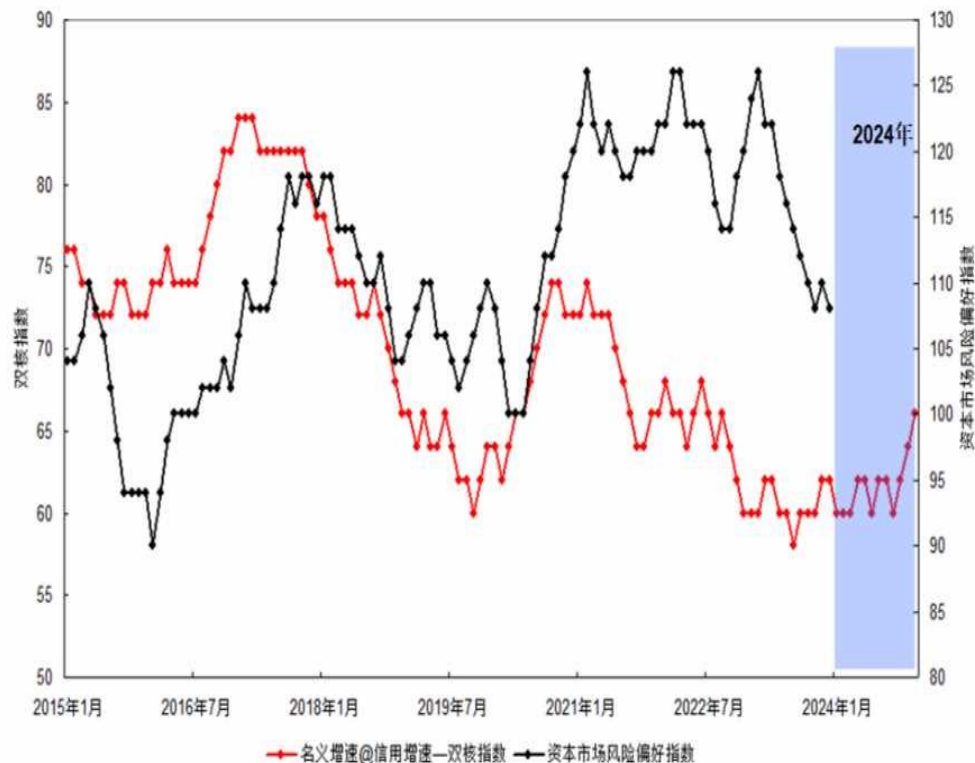
- 我们以月度为频率，对于2024年的名义经济增速和社会融资总量增速进行了预期模拟；
- 对于上述预测数据通过扩散方式加工为双核扩散指数，如下图显示；
- 结论：筑底已成，震荡攀升；

图16：2024年中国名义增长率与信用增速预估



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17：2024年双核扩散指数预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

谢 谢！

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。 我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。 我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。 本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。 在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。 投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。 证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032