



2024年3月1日

# 宏观均衡组合配置与调仓：Beta 的回归

王笑

投资咨询从业资格号：Z0013736

[Wangxiao019787@gtjas.com](mailto:Wangxiao019787@gtjas.com)

唐立（联系人）

期货从业资格号：F03100274

[Tangli026575@gtjas.com](mailto:Tangli026575@gtjas.com)

## 报告导读：

### ■ 摘要：

我们运用国内的宏、中、微观尺度下的模型以及对于海外经济环境的判断，构建了涵盖股、债、商品以及现金的大类资产配置持仓。目标为构建不同宏观环境下的均衡配置，重视 Beta 的获取与配置的便利性。

该持仓表现用于宏观配置的观点映射、资产表现的持续跟踪以及研究方法的反复论证。权益类资产中涵盖了 A 股、H 股以及美股，债券类中仅包含中美利率债，商品则选用 CTA 基准表现。由于该组合仅用于研究追踪，因此现金部分不计算收益率且未考虑交易成本。

潜在优化方式：根据基差规律进行资产配置的期货替代+尾部风险的期权保护策略

大类资产组合 2 月初：25%沪深 300ETF+25%恒生指数 ETF+25%CTAbenchmark+25%现金

2 月 14 日调仓：加仓美债长债 ETF TLT，同时现金仓位降为初始组合的 5%。

前期 A+H 市场呈现超调，同时月初中债、美债性价比均不够高，商品配置中频 CTA 为了分散收益来源，且看好年中中美补库共振作为提前布局。月中 10Y 美债利率触达 4.3% 一带后美债长债配置价值凸显，因此加仓偏长久期的美债 ETF TLT，通过规避美债短债来增强对于加息不确定性的应对，同时保留长端的观点。中债长债拥挤度较高，性价比偏低，若深度回调，可择机配置。

3 月展望：当前 A+H 权益端的反弹尽管是技术性的，但暂时难以被证伪，若两会结束后，市场仍然坚挺，则中期思路不变。美债长债端在新增核心 PCE 等数据公布后表现上佳，静待新非农数据是否边际转弱印证美国需求仍有边际下行时空的判断，月末保留 TLT 持仓。CTA 商品端仍有不确定性，当前对于中美补库的中性预测在年中。外需边际下行是否会带来商品的调整，同时内部需求的斜率仍受两会等因素影响，内外因素叠加下商品需求端若暂时无法形成合力，则考虑减仓 CTA 策略规避风险。前期配置 CTA 是为了在组合上分散收益来源，从库存周期与 CTA 收益的分析来看，中美补库共振将是今年组合中 CTA 子配置最重要的潜在收益。

近期关键事件：两会，美国非农数据公布

### ■ 风险提示：

政策支持不及预期、2 月非农超预期强劲

(正文)

## 1. 宏观大类资产配置组合表现

我们运用国内的宏、中、微观尺度下的模型以及对于海外经济环境的判断，构建了涵盖股、债、商品以及现金的大类资产配置持仓。

该持仓表现用于宏观配置的观点映射、资产表现的持续跟踪以及研究方法的反复论证。

权益类资产中涵盖了 A 股、H 股以及美股，债券类中仅包含中美利率债，商品则选用 CTA 基准表现。由于该组合仅用于研究追踪，因此现金部分不计算收益率且未考虑交易成本。后期在部分资产类别中，将根据基差表现增加期货替代，增强现金使用效率并增强收益。同时，由于 CTA 部分收益追踪频率为周度，且当前整体组合模拟时间较短，收益率曲线将在未来添加呈现。

2 月思路：前期 A+H 市场呈现超调，同时月初中债、美债性价比均不够高，商品配置中频 CTA 为了分散收益来源，且看好年中中美补库共振作为提前布局。月中 10Y 美债利率触达 4.3% 一带后美债长债配置价值凸显，因此加仓偏长久期的美债 ETF TLT，通过规避美债短债来增强对于加息不确定性的应对，同时保留长端的观点。中债长债拥挤度较高，性价比偏低。

该组合由 2 月第一个交易日开始，截至 2 月 23 日，该组合表现如下图：

图 1：宏观大类资产配置组合表现 4.57%

初始时间	2月初始						
大类	股			债		商品	现金
资产	A股	港股	美股	中债	美债	CTA	现金
权重	0.25	0.25	0	0	0	0.25	0.25
标的	沪深300ETF	恒生指数ETF				CTAbenchmark	
调仓时间	2月14日加入美债配置						
大类	股			债		商品	现金
资产	A股	港股	美股	中债	美债	CTA	现金
权重	0.25	0.25	0	0	0.2	0.25	0.05
标的	沪深300ETF	恒生指数ETF			TLT	CTAbenchmark	
收益率	1.99%	2.26%	0	0	0.33%	-0.01%	0
截至23日收益率	4.57%						

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

主要收益来源：权益仓位 Beta 的阶段性回归

## 2. 月初配置与加仓逻辑

### 2.1 股：增配迎接 Beta 的回归

1 月份整体权益市场出现了局部的流动性风险与整体市场的回调。但从股债性价比模型上来看，权益资产来到了上佳的配置时点。

股债性价比模型在过去一段时间被诟病为绝对拐点的预测性低下，但从长期阈值的角度来看，仍然可以作为权益资产的配置依据。

AH 溢价指数同样无法作为绝对拐点的预测参考，但当该指数突破 155 时，港股的配置价值凸显，并且存在阶段性表现强于 A 股的可能性。

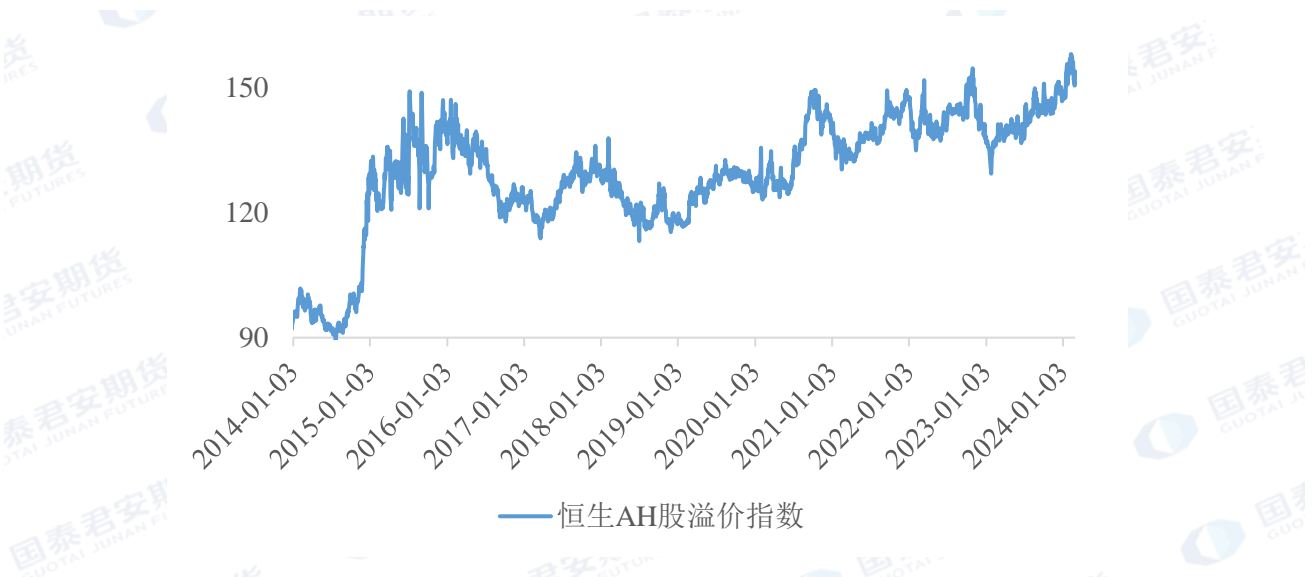
在风格的选择上考虑到盈利的扎实性与风险偏好骤降下的错杀均值回归，因此配置大票为主的沪深 300ETF 与恒生指数 ETF。

图 2：股债性价比模型并不能预测绝对拐点，但长期的阈值仍然可以作为配置依据



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 3：AH 溢价指数同样无法预测绝对拐点，但长期的阈值仍然可以作为配置依据



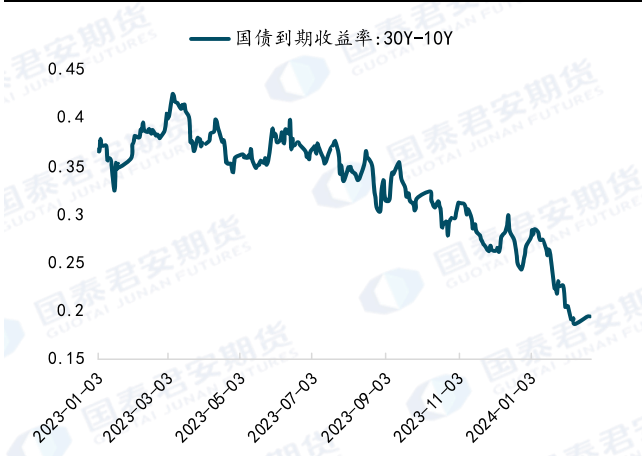
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

## 2.2 债：中债与美债的抉择

中债长债收益率从年初开始下行速度较快，隐含着各类机构固收类资产荒下的涌入、排名考核的裹挟与长期判断的一致性预期。30Y 国债收益率阶段性跌破 2.5% 的 MLF 利率，且 30Y-10Y 利差不足 20bp。从短中期收益空间与微观基差（长债现券超涨期货过多）层面来看，整体性价比不高且存在一定风险，因此在整个组合里，中债端并未进行配置。（详情请见《TL 合约续写新高的看法与后市展望》）

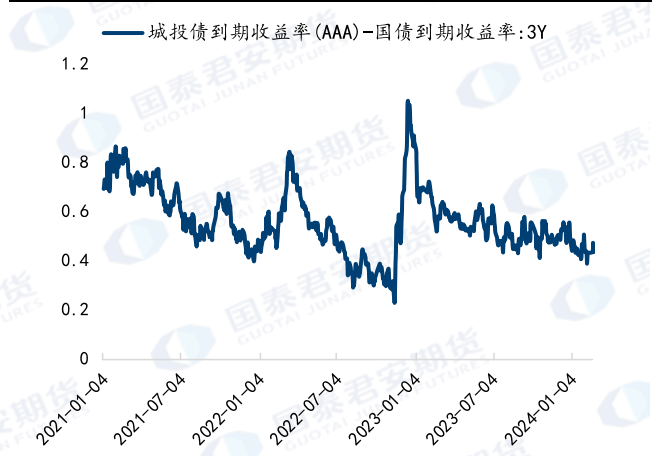
另外，从时下关注度较高的 30Y 国债期货 TL 合约与 IF 的相关性来看，整体市场在风险偏好极速下降时两类资产的负相关性迅速上升，但该负相关性在近期有所下降，因此认为市场风险偏好暂时企稳。

图 4：30-10Y 利差不足 20bp



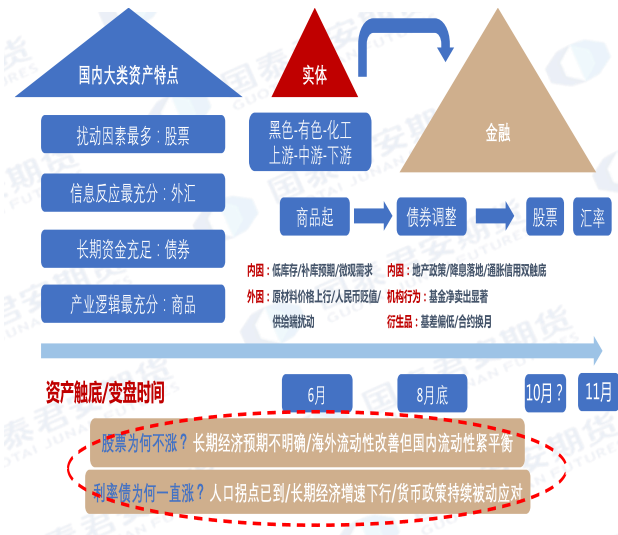
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 5：城投信用利差持续压缩



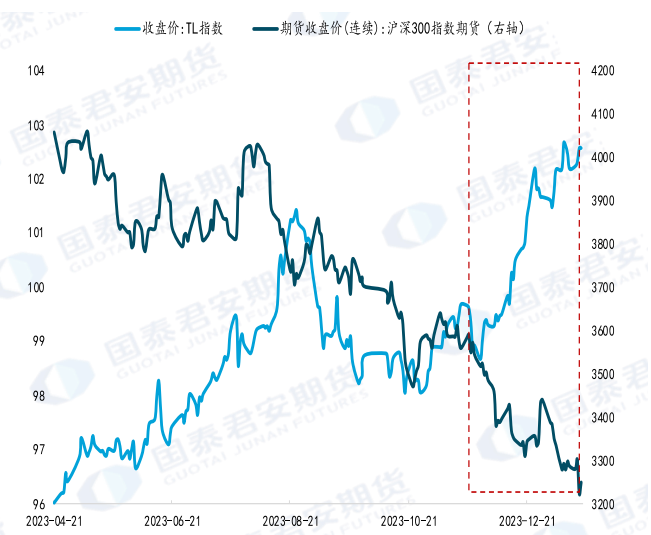
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 6：国内大类资产特点与去年资产配置回顾



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 7：12月初以来 TL、IF 负相关增强，但近期回落



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 8：TL 与 IF 相关性在权益风险释放时期陡然增长

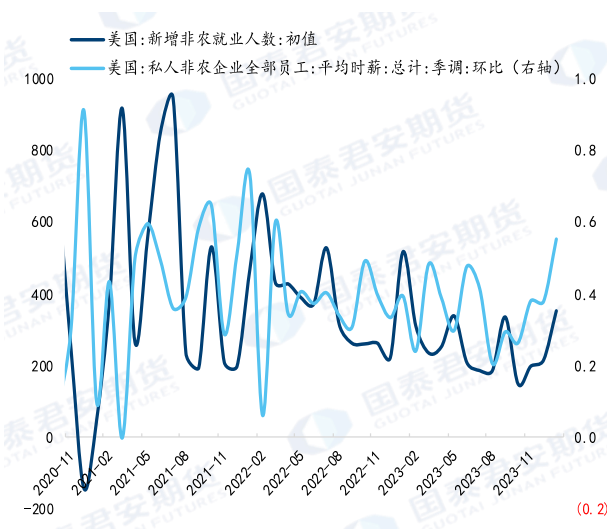
区间	2023/4/21至2023/12/01	2023/12/01至2024/1/18
时长(月)	7.5	1.5
阶段相关性	-39.31%	-72.58%

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

月中美债 10Y 收益率上行至 4.3% 一带时，整体长债端配置价值显现。2 月初由于 1 月非农数据的异常强劲，美债收益率迎来一波短中期的上行，10Y 收益率上行至 4.3% 一带后上攻无力，同时零售数据偏弱。当前美国的宏观数据特征复杂，方向并不统一。但在方向的判断上，我们认为尽管加息时间仍存不确定性，但美国需求仍可能存在 1-2 个季度的边际放缓，因此加仓偏长久期的美债 ETF TLT，通过规避美债短债来增强对于加息不确定性的应对，同时保留长端的观点。

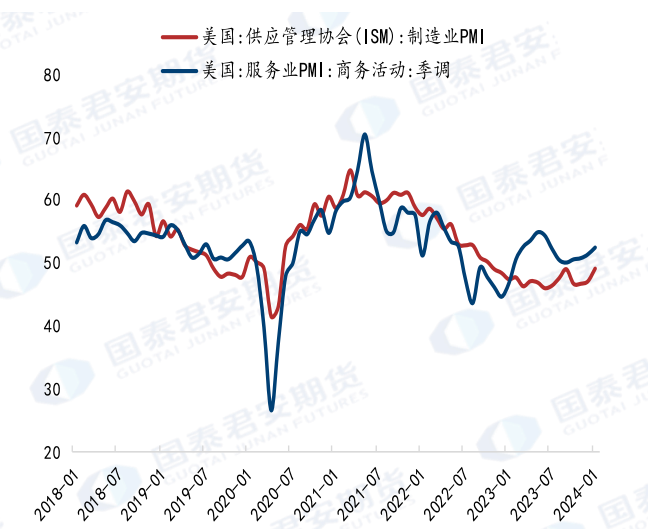
29 日晚公布的核心 PCE 数据尽管环比仍有增长但同比低于预期，美债各期限收益率温和下行。组合该仓位保持不动。

图 9：1 月非农超预期强劲，静待 2 月数据指引



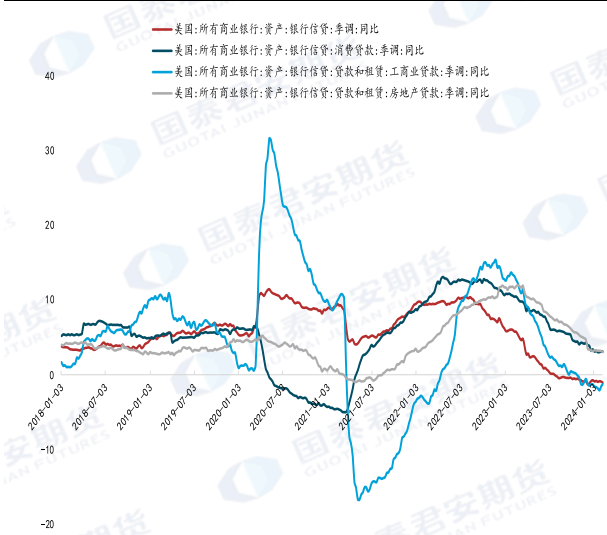
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 10：美国 PMI 底部震荡



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 11：信贷需求持续收缩



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 12：零售数据偏弱



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

### 2.3 商品：CTA 策略的择时

组合初始配置 CTA 作为分散收益来源的一种方式。

通过库存周期的梳理并将其与 CTA 收益进行分析，希望能够捕捉今年的商品配置收益。

本轮中国被动去库期创加入 WTO 以来最长，至今已经历时 12 个月，大部分行业的库存绝对值和增速均在底部。从国内 PMI 来看，呈现底部企稳的态势，后续关注政策支持下的内生性增长回归，主动补库年内可期。

美国自从去年 Q3 假突破进入被动去库后，回落至主动去库至今。美国 1 月份的通胀与非农数据均超预期，但持续性存疑。从各项指标看，软着陆似乎已成定局，因此我们认为中美补库共振可期，中性预测下时间点约在年中。

通过观察 Barclay CTA Index 和招商私募 CTA Index 在不同库存周期的收益分布，我们发现商品 CTA 策略在趋势性较强的同涨同跌中更容易获取收益。

考虑到当前中美所处的库存周期相对位置，今年可期的补库共振可能是 CTA 策略获取收益的最佳潜在时段。

图 13：本轮被动去库期创中国加入 WTO 以来最长，主动补库年内可期

库存周期	时间	被动去库 (月)	主动补库 (月)	被动补库 (月)	主动去库 (月)	总时长 (月)
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/9	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-2023/2	7	6	11	12	36
8	2023/3-	至今12				
平均时长 (月)		8	10	11	13	42

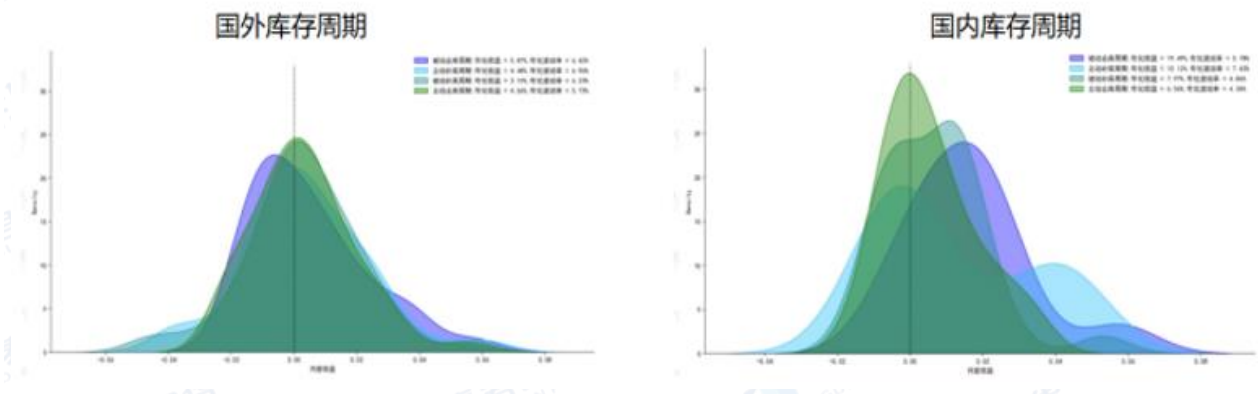
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 14：美国目前仍在主动去库，年内补库可期

库存周期	时间	被动去库 (月)	主动补库 (月)	被动补库 (月)	主动去库 (月)	总时长 (月)
1	1996/3-1998/9	12	7	8	4	31
2	1998/10-2002/2	6	14	6	3	29
3	2002/3-2003/6	3	10	2	2	17
4	2003/7-2007/3	9	11	18	6	44
5	2007/4-2009/6	6	4	8	9	27
6	2009/7-2013/4	4	20	0	20	44
7	2013/5-2015/11	7	7	3	14	31
8	2015/12-2020/3	12	18	8	14	52
9	2020/4-2023/12	5	10	12	至今20	
平均时长 (月)		7	11	7	9	34

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 15：主动补库期间 CTA 策略平均收益更大



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

### 3. 资产组合表现展望

当前 A+H 权益端的反弹尽管是技术性的，但暂时难以被证伪，若两会结束后，市场仍然坚挺，则中期思路不变。

美债长债端在新增核心 PCE 等数据公布后表现上佳，静待新非农数据是否边际转弱印证美国需求仍有边际下行时空的判断，月末保留 TLT 持仓。

CTA 商品端仍有不确定性，当前对于中美补库的中性预测在年中。外需边际下行是否会带来商品的调整，同时内部需求的斜率仍受两会等因素影响，内外因素叠加下商品需求端若暂时无法形成合力，则考虑减仓 CTA 策略规避风险。前期配置 CTA 是为了在组合上分散收益来源，从库存周期与 CTA 收益的分析来看，中美补库共振将是今年组合中 CTA 子配置最重要的潜在收益。

关键事件：两会，美国非农数据公布



## 本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

## 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。