



A股战术资产配置策略：五指标定量择时模型

■ **研究目的：**战术资产配置(TAA)是在战略配置基础上，根据市场环境变化进行动态调整的资产配置策略。本文旨在构建上证指数的定量择时模型，以提高对大盘月度趋势判断的准确性，助力于战术性资产配置策略。

■ **模型简介：**本文构建的模型，融合了基本面分析与技术面分析，旨在捕获由基本面因素引起的市场趋势和非基本面引起的重大波动。模型包含三个基本面指标（中长贷增速、M1增速或M1-PPI增速、美元指数），以及两个技术面指标（市净率5年分位数、量价变化）。模型设定两种增配/买入情形：第一，多个基本面指标发出看多信号，且技术面不看空；第二，基本面指标虽未好转，但技术面已发出看多信号。其它情形，则均减配/卖出。模型的历史回测显示，自2001年12月起月频交易上证指数，年化收益率达16.85%，胜率65%，赔率1.7倍，夏普比率0.98，23年间仅两年小幅亏损。

■ **当前信号：**该模型自2023年8月后未显示看多迹象。目前，基本面指标普遍不佳，中长贷增速、M1增速及M1-PPI增速均下降，美元指数震荡，技术面亦未观察到大盘的同比和环比放量上涨，仅估值处于较低水平。依据模型规则，当前战术性资产配置应保持谨慎。

石武斌

资本市场研究员

☎：0755-83195645

✉：shiwubin123@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所所长

☎：0755-83167787

✉：liudongliang@cmbchina.com

图：定量择时模型历史买卖信号

定量择时模型信号



资料来源：Wind、招商银行研究院

■ **风险提示：**运用模型时，需深刻洞察当前经济和市场状况，认识到模型的历史局限性。若经济驱动模式和A股生态发生重大变迁，模型可能失效。

目 录

一、研究目的：定量判断 A 股大盘月度趋势.....	1
二、基本面择时模型：基于三大基本面指标.....	1
（一）业绩预期指标：中长贷增速.....	1
（二）国内流动性指标：M1 增速和 M1-PP1 增速.....	2
（三）跨境资本流动指标：美元指数.....	3
（四）基本面择时模型历史回测.....	4
三、技术面择时模型：基于估值和量价指标.....	5
（一）技术面多头策略	5
（二）技术面空头策略	5
（三）技术面择时模型历史回测.....	5
四、定量择时模型：基于基本面和技术面的综合模型.....	6
（一）模型规则	6
（二）基本面信号	6
（三）技术面信号	7
（四）定量择时模型历史回测.....	7
（五）模型的边界	8
（六）模型当前信号与市场展望.....	8

图目录

图 1：中长贷增速同步或领先于上证利润增速	1
图 2：中长贷增速和上证指数有一定相关性	1
图 3：中长贷择时模型	2
图 4：M1 增速与领先上证利润增速	3
图 5：M1 增速和上证指数高相关	3
图 6：M1 择时模型	3
图 7：人民币汇率和上证指数存在相关性	4
图 8：美元指数和上证指数存在相关性	4
图 9：美元指数择时模型	4
图 10：基本面择时模型	5
图 11：技术面择时模型	6
图 12：技术面择时模型（允许做空）	6
图 13：模型信号示意图	6
图 14：A 股定量择时模型	8
图 15：各模型胜率赔率及风险收益的比较	8
图 16：定量择时模型历史买卖信号	9

表目录

表 1：定量择时模型历年收益（%）	8
-------------------------	---

战略资产配置(SAA)是长期的、相对稳定的资产配置策略，决定长期的投资比例。而战术资产配置(TAA)则是在战略配置的基础上，根据市场环境的变化进行动态调整的资产配置策略。战术配置的调整是在维持战略配置稳定性的前提下进行的优化，二者相辅相成，协同发力。在战略资产配置的长期指引下，辅以战术资产配置的灵活调整，才能构建起一个全面、稳健、高效的大类资产配置体系。

战术资产配置的调整通常体现在，大类资产配置比例的浮动和大类资产内部结构性机会两个方面。权益资产，凭借其显著的市场弹性，在战术资产配置中效果明显，值得深入分析。本文旨在构建一个针对 A 股市场的择时模型，以支持有效的战术资产配置决策。

一、研究目的：定量判断 A 股大盘月度趋势

2022 年 10 月我们发表了《A 股大势研判框架——基于三大关键因子》的研报，文中阐述了业绩、流动性和估值对大势研判的重要性。本文在此基础上增加了跨境资本流动和量价因子，以进一步提高对大盘月度趋势判断的准确性，助力于战术性资产配置策略。

本文通过构建一系列关键指标，旨在构建上证指数的定量择时模型。要求模型不仅需要有逻辑基础，而且必须通过历史数据的严格回测。本文选取中长期贷款余额同比增速（下文简称中长贷增速）以表征 A 股业绩预期，选取 M1 增速或 M1-PPI 表征国内宏观流动性，选取美元指数表征跨境资本流动，选取市净率 5 年分位数表征估值水平，选取量价同比环比变化表征市场情绪。

本文建立的定量择时模型专注于短期应对，旨在辅助长期预测。下文将分析模型关键指标，并展示如何将这些指标融合，以评估模型的综合效能。

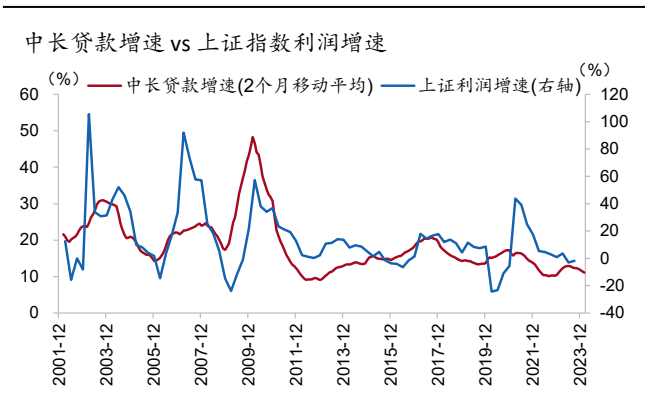
二、基本面择时模型：基于三大基本面指标

（一）业绩预期指标：中长贷增速

上市公司财报是季频数据，缺乏时效性，对判断业绩趋势帮助有限。统计局发布的月频经济数据如投资、消费、出口、通胀和工业增加值等能提供更为高频的经济概览，但这些数据领先指示意义不强。

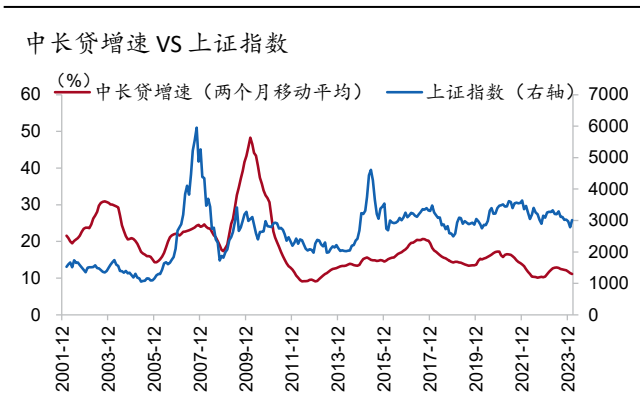
我们注意到，央行每月中旬发布的金融数据具备较强的领先性。特别是中长贷增速，与 A 股利润增速和市场走势较为相关，并具备前瞻性。中长期贷款中，企业中长贷占 60-70%，居民占 30-40%，反映了实体部门的借贷需求和杠杆变化。通常当经济回暖时，中长期贷款的需求才会加强，它与经济预期有较强相关性，因此，中长贷增速可被视为衡量业绩预期的指标。2021 年以来，地产作为信用载体的角色弱化，加上地方政府化债的影响，中长贷增速至今仍处于下行通道，进而导致资产价格的普遍低迷，包括股价、房价和通胀水平等。

图 1：中长贷增速同步或领先于上证利润增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：中长贷增速和上证指数有一定相关性



资料来源：Wind、招商银行研究院

鉴于中长贷增速与经济基本面和股票市场的关联性，可构建标的为上证指数的择时策略：若央行月中公布的中长贷增速上升，则于月底增配/买入上证指数，持仓至次月底；反之则减配/卖出。这里采取两期平均法以平滑中长贷波动。从 2001 年 12 月起回测，此策略带来显著超额收益。

图 3：中长贷择时模型

定量择时策略：中长贷增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）国内流动性指标：M1 增速和 M1-PPI 增速

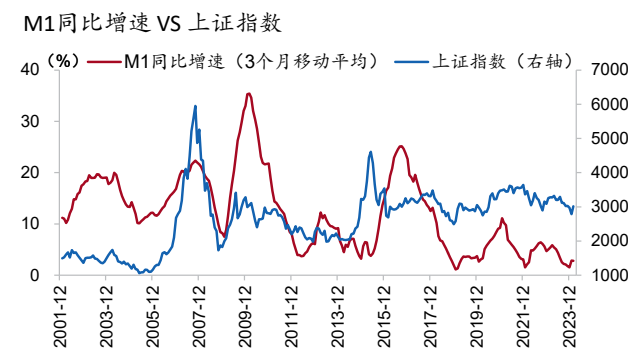
M1 增速是金融数据中反映政策效果较为灵敏的指标，它通常领先 A 股业绩增速 2-3 个季度，与 A 股走势同步或稍早，领先性优于中长贷增速。M1 中 80% 为企业活期资金，20% 为流通中的现金。企业倾向于负债经营，非必要不留现金，因此现金储备多寡反映了企业扩张意愿的强弱，这也是 M1 增速领先业绩增速的原因。

图 4：M1 增速与领先上证利润增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：M1 增速和上证指数高相关



资料来源：Wind、招商银行研究院

M1 同比增速-PPI 同比增速，这一衍生指标与 M1 增速高相关，且多数时候略微领先于 M1 增速。它是企业生产资料购买力的表征，反映企业在满足生产需求后是否还有剩余资金。为便于理解，类比居民端，居民活期存款增速-CPI 增速，反映了居民的实际购买力，即居民在满足基本生活消费后是否有剩余资金。此指标的经济逻辑在于，即便 M1 增速下降，若 PPI 下降更快，则企业的实际购买力可能已在提升，此时企业可能提前进行资本开支。

鉴于 M1 增速和 M1-PPI 的经济意义以及与股市的相关性，我们使用这两个指标构建标的为上证指数的择时策略：若任一指标上升，则视为上证指数的增配/买入时机；若下降，则视为减配/卖出时机。这里对这两个指标进行三期平均处理以减少波动。自 2001 年 12 月起回测，策略带来显著超额回报。

图 6：M1 择时模型

定量择时策略：M1 增速、M1-PPI



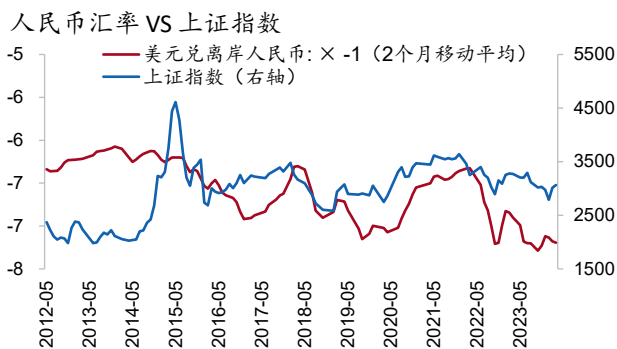
资料来源：Wind、招商银行研究院

(三) 跨境资本流动指标：美元指数

为何汇率变动会影响股市？人民币汇率升值，通常意味着中国经济前景相对更好。而外资投资 A 股的收益，等于股票涨跌幅加上人民币汇率升值幅度，因此人民币升值将吸引外资流入 A 股。

本文以美元指数代表跨境资本流动。尽管理论上人民币汇率更为适宜，但考虑到人民币汇率市场化改革于 2015 年 8 月 11 日才正式启动，为模型能够回检更早的历史数据，遂采用美元指数。美元指数与人民币汇率走势大体一致，其可以看作是衡量整体汇率水平的综合指标。

图 7：人民币汇率和上证指数存在相关性



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：美元指数和上证指数存在相关性



资料来源：Wind、招商银行研究院

汇率变化往往与经济预期同步，不具备明显的领先性，因此，以汇率为基础的择时策略效果理论上不如中长贷和 M1 指标有效，它的择时效果主要来自汇率对跨境资本流动的趋势性影响。

下面利用美元指数构造标的为上证指数的择时策略：若美元指数下行，则增配/买入上证指数，反之则减配/卖出。这里对美元指数做了两期平均，以平滑数据波动。自 2001 年 12 月起回测，策略带来显著超额回报。在构建择时策略时，可以考虑加入北向资金净流入等指标，策略效果会有所提升。但为了保持历史数据的一致性，本文在回测时未纳入 2014 年底才出现的北向资金数据。

图 9：美元指数择时模型

定量择时策略：美元指数



资料来源：Wind、招商银行研究院

（四）基本面择时模型历史回测

前文已分别展示三大基本面指标的择时效果，结果显示越领先的指标择时效果越好，排序依次为 M1 增速、中长贷增速和美元指数。

综合三项基本面指标，利好指标越多，未来上涨概率越高。据此，可以构建标的为上证指数的择时策略：至少有两项利好，则视为上证指数的增配/买入时机，反之则视为减配/卖出时机。自 2001 年 12 月起的回测表明，此策略获得显著超额回报。

图 10：基本面择时模型

基本面择时模型：中长贷+M1+美元指数



资料来源：Wind、招商银行研究院

需要注意的是，该基本面策略未能捕捉到 2014 年的牛市行情。当时，基本面指标如中长贷、M1 和汇率均未释放利多信号。然而，在极度宽松的国内货币政策影响下，A 股迎来了资金驱动的牛市，内资和外资纷纷涌入，忽略了基本面的不利影响。

三、技术面择时模型：基于估值和量价指标

股市的牛熊周期并不总是与基本面同步，如前所述 2014 至 2015 年的牛市就缺乏基本面的支持。因此，除了基本面分析，建立技术面模型也非常重要，这些模型多与股市的量价数据相关。尽管技术面模型可能缺乏严格的逻辑基础，但它们被投资者广泛采用，导致羊群效应和动量效应客观存在。下面，我们将介绍一个结合估值和量价的技术面模型案例：

（一）技术面多头策略

技术面多头策略，建立在对估值和量价两个维度的严格考量之上，目的在于捕捉市场情绪的积极变化和资金流向。当 5 年市净率分位数低于 50%，这表明市场估值处于较低水平，为多头策略提供了初步的入场条件。进一步地，我们通过观察月度成交量和收盘价的同比与环比变化来确认增配/买入信号：只有在两者均显示放量上涨时，才认为资金在市场的低位显著流入，市场情绪得到实质性改善，此时视为上证指数的增配/买入时机。

在多头策略中，我们采用了较为严格的条件，这不仅基于低估值的前提，还要求成交量和收盘价在环比和同比上都实现放量上涨。同比放量上涨的条件虽然在股票指数分析中不常见，但将其视为一项经济指标来考察，则理解同比的意义就较为直观。在基本面支撑不足的情况下，设置更为严格的增配/买入条件，既体现了策略的审慎性，也确保了投资决策的合理性。

（二）技术面空头策略

技术面空头策略专注于高估值环境下的市场动态。当5年市净率分位数超过50%时，我们分析月度成交量和收盘价的环比与同比变化。若环比显示放量下跌，这通常意味着资金正在高位撤离；或者同比显示缩量上涨，可能表明经过一年上涨后，股价的上行动能正在衰减。这些信号均为上证指数提供了潜在的减配/卖出时机。

空头策略的主要作用是为基本面策略提供退出机制。即使在基本面指标显示积极的情况下，技术面若出现负面信号，同样会被视为采取减配/卖出行动的依据。

在此模型中，空头策略与多头策略并非基于对称信号。其原因在于，当估值达到高位时，股价在同比条件下不可能呈现下行趋势，而同比缩量上涨本身即反映出市场动力的减弱。从环比角度来看，环比放量下跌是一个明显的弱势信号，表明市场动能正在衰减；而环比缩量下跌可能仅代表市场经历的是一个暂时性的调整阶段，并不一定预示着趋势的转变。

（三）技术面择时模型历史回测

回测结果：2001年12月至今，该策略能产生明显超额收益，尤其能捕捉没有基本面支撑的行情，如较大程度上的捕捉了2014-2015年的牛熊波折，对基本面策略能形成了有效补充。

图 11：技术面择时模型



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：技术面择时模型（允许做空）



资料来源：Wind、招商银行研究院

四、定量择时模型：基于基本面和技术面的综合模型

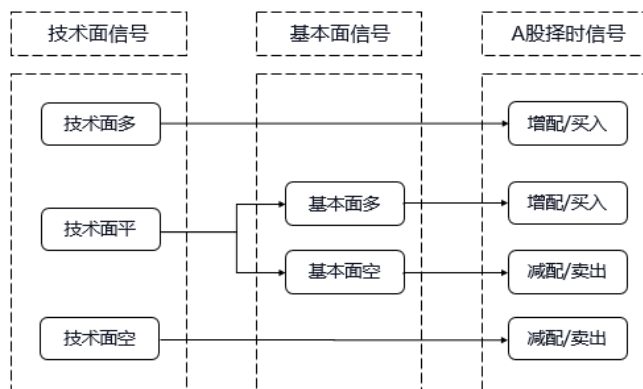
综合考虑基本面和技术面，制定定量择时模型如下：

（一）模型规则

根据以下任一条件，我们将采取增配/买入上证指数的行动；如果不满足这些条件，则考虑减配/卖出：

- 第一， 基本面显示出改善迹象，同时技术面没有提供减配/卖出信号；
- 第二， 尽管基本面尚未显示出改善，但技术面已明确发出增配/买入信号。

图 13：模型信号示意图



资料来源：Wind、招商银行研究院

模型示意图将技术面信号置于前位，这并非意味着其重要性超越基本面，而是考虑到在市场行情初露端倪之际，股价可能先于基本面因素有所反应。然而，历史上技术面信号的触发频率相对较低。

（二）基本面信号

基本面信号由以下三个关键指标构成：

- 第一，业绩预期指标：中长贷增速处于上行趋势；
- 第二，国内流动性指标：M1 同比增速或 M1-PPI 同比增速处于上行趋势；
- 第三，跨境资本流动指标：美元指数处于下行趋势。

基本面好转信号：上述三个指标至少满足两个；

基本面未好转信号：上述条件均不满足或只满足一个。

为减少数据波动带来的影响，我们对中长贷增速和美元指数进行了两期平均处理，而对于波动性更大的 M1 和 M1-PPI 指标，则采用了三期平均方法以平滑短期波动，确保信号的稳定性和可靠性。

（三）技术面信号

技术面看多信号：5 年 PB 分位<50%；上证指数月度成交量和收盘价，环比和同比都放量上涨。

技术面看空信号：5 年 PB 分位>50%；上证指数月度成交量和收盘价，环比放量下跌，或者同比缩量上涨。

技术面无信号：若前两项条件都不满足。

(四) 定量择时模型历史回测

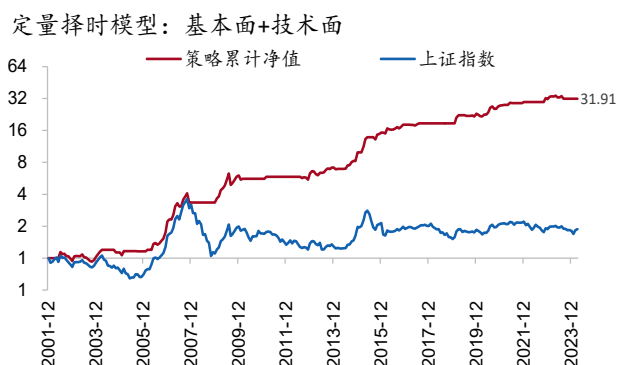
2001 年 12 月至今，该策略产生了较好的择时效果。长期年化收益为 16.85%，胜率为 65%，赔率为 1.7 倍，夏普比率为 0.98，过往 23 年中仅 2 年小幅亏损。

表 1：定量择时模型历年收益 (%)

年份	策略收益	上证指数	超额收益	交易次数
2002	-6.03	-17.52	11.49	3
2003	9.48	10.27	-0.79	2
2004	9.99	-15.40	25.39	3
2005	2.48	-8.33	10.81	4
2006	91.71	130.43	-38.72	3
2007	50.49	96.66	-46.17	5
2008	-	-65.39	65.39	0
2009	79.98	79.98	0.00	1
2010	-6.87	-14.31	7.44	1
2011	4.10	-21.68	25.77	2
2012	7.87	3.17	4.70	1
2013	13.75	-6.75	20.50	3
2014	38.58	52.87	-14.29	7
2015	53.79	9.41	44.38	4
2016	18.72	-12.31	31.02	3
2017	2.77	6.56	-3.79	6
2018	-	-24.59	24.59	0
2019	23.60	22.30	1.29	5
2020	19.57	13.87	5.71	4
2021	7.51	4.80	2.71	4
2022	6.77	-15.13	21.89	2
2023	0.99	-3.70	4.69	1
2024-03-22	-	2.46	-2.46	0

资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：A 股定量择时模型



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 15：各模型胜率赔率及风险收益的比较

策略指标	A股定量择时模型	M1	中长贷	美元	技术面	技术面(可做空)
年化收益率	16.85%	11.38%	9.54%	7.77%	4.54%	10.22%
年化波动率	17.56%	18.93%	18.15%	16.84%	7.34%	13.19%
夏普比率	0.98	0.66	0.59	0.53	0.64	0.80
最大回撤	-21.81%	-26.63%	-21.81%	-30.79%	-5.45%	-8.00%
胜率	65%	61%	61%	56%	83%	80%
判对时涨幅	6.26%	6.03%	6.01%	6.08%	5.73%	7.69%
判错时跌幅	-3.61%	-4.72%	-4.62%	-4.21%	-2.55%	-3.81%
赔率	1.7	1.3	1.3	1.4	2.2	2.0
Kelly仓位	45%	31%	31%	26%	76%	69%

资料来源：Wind、招商银行研究院

(五) 模型的边界

模型的历史经验能否在未来继续发挥作用，关键取决于宏观经济驱动模式和 A 股生态有无发生重大变迁。例如，发生以下几种情景，模型可能会失效：

第一，中长贷增速失效举例：若中长期贷款未流向实体，而是停留在银行体系循环，则中长贷增速指标的预测意义较为有限。

第二，M1 增速失效举例：2022 年上半年，财政存款的增加推动了 M1 增速的上升。但疫情的影响使得市场对经济复苏的预期并不乐观，这导致 A 股市场整体呈现下跌态势。

第三，美元指数失效举例：人民币汇率虽升值，但若国内处于滞胀期叠加货币政策收紧，则跨境资本未必会流入。

第四，量价指标失效举例：量价指标作为市场博弈的产物，其稳定性不如基本面策略。这些指标被投资者广泛使用时，失效的速度也会相应加快。

第五，模型系统性失效举例：若 A 股的权重板块由周期股变为科技股，则现有宏观指标可能失效，科技行业指标如半导体销售周期可能更为有效。同样，若 A 股权重板块转为盈利稳定的板块，这类股票受需求侧波动影响较小，可能导致基于需求侧变化的经济指标不再适用。

（六）模型当前信号与市场展望

该模型自 2023 年 8 月后未显示看多迹象。目前，基本面指标普遍不佳，中长贷增速、M1 增速及 M1-PPI 增速均下降，美元指数震荡，技术面亦未观察到大盘的同比和环比放量上涨，仅估值处于较低水平。依据模型规则，当前战术性资产配置应保持谨慎。

图 16：定量择时模型历史买卖信号



资料来源：Wind、招商银行研究院

风险提示：运用模型时，需深刻洞察当前经济和市场状况，认识到模型的历史局限性。若经济驱动模式和 A 股生态发生重大变迁，模型可能失效。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇