大类资产月度策略（2025.03）

继续关注科技成长方向

核心观点

1. 货币-信用"风火轮"：社会信用震荡趋稳

信用方面，1月我国新增社融70567亿元，高于万得一致调查值（65750亿元）。其中新增人民币贷款51300亿元,高于万得一致调查值（43167亿元）。狭义货币条件指数提示Shibor3M利率仍然低位运行，流动性持续宽松；广义货币指数提示信用条件震荡趋稳，社会信用状况有所改善。随着财政政策持续发力，社会信用有望企稳回升，而货币指数显示债市出现波动，未来一个月股票的配置胜率较强。

2. 2025年3月大类资产价格展望

两会临近，股市有望接续上行。政策利好叠加流动性回暖，人工智能、新质生产力等科技成长赛道成为关注重点。社融"开门红"，信用环境改善支撑股市中枢上行。展望后市，政策窗口期即将来临，外资回流效应显著，股市有望接续上行。

资金面转松，债市配置价值凸显。春节前后，同业存单提价压力与银行负债端共同制约债市表现。现阶段资金面转松，市场对基本面拐点仍有较大分歧，债市配置性价比凸显，建议逢低布局。

人民币有望维持坚挺。美国滞涨风险加剧，美元阶段性走弱，人民币短期压力缓解。短期来看，中国资产重估引发外资"抢购潮"，人民币汇率有望维持窄幅震荡，但中长期仍需关注美国单边主义动作。

主要商品走势继续分化，金价或维持高位震荡。一方面，特朗普举措推动美铜溢价飙升；另一方面，全球经济复苏的不确定性带动周期下行，商品整体受周期扰动呈下行趋势。向后看，地缘冲突、美国"滞涨风险"以及财政赤字推动下，黄金避险价值再度抬升，黄金价格有望延续高位。

根据国内定量配置模型，我们对2025年3月份国内资产的配置建议为：

积极配置假设下：股票、债券、原油、黄金分别为70%、10%、10%、10%；

稳健配置假设下：股票、债券、原油、黄金分别为15%、85%、0%、0%；

3. 中观指数最新信号：成长板块景气继续上行

根据2月份的中观行业景气指数，景气上行的行业有汽车、机械设备、社会服务、医药生物、公用事业、煤炭、建筑装饰、交通运输、建筑材料、有色金属、家用电器、农林牧渔、房地产、非银金融。

4. 全球资产配置：增配全球权益资产

根据我们的全球资产配置模型,2025年3月份A股之外全球主要股市的配置比例为：美国(13.85%)、德国(13.08%)、法国(13.85%)、英国(1.54%)、日本(1.54%)、越南(12.31%)、印度(1.54%)、中国香港(12.31%)。余下30%比例按模型假设配置无风险收益产品。

风险提示：1）情绪因素对市场的扰动；3）美联储货币政策不确定性；4）海外地缘政治冲突加剧。

策略研究·策略月报

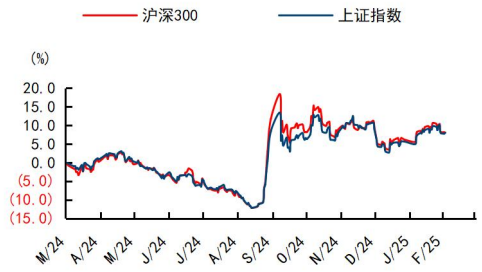
证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

联系人：郭兰滨
010-88005497
guolanbin@guosen.com.cn

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6616.14/3.46
创业板/月涨跌幅(%)	2190.08/6.12
AH股价差指数	133.61
A股总/流通市值（万亿元）	79.50/73.16

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《大类资产月度策略（2025.01）-外部环境缓和修复A股市场情绪》 ——2025-01-24
《策略月报-静待春季行情》 ——2025-01-03
《策略月报-低利率环境下的年末投资机会》 ——2024-12-03
《ESG月度观察——ESG信披制度相继落地》 ——2024-12-02
《策略月报-全球股市再平衡》 ——2024-11-02

内容目录

1. 未来大类资产市场展望 5
1.1 货币-信用“风火轮”：社会信用震荡趋稳 5
1.2 风格与板块配置：关注大盘成长 6
1.3 全球与国内大类资产的定量配置建议 7
2. 国内外大类资产月度复盘 9
2.1 国内大类资产回报排序及归因 9
2.2 海外大类资产走势复盘 11
2.3 国内外大类资产间比价 11
3. 国信多资产配置系列总量指数 12
3.1 国内政策脉冲指数 13
3.2 央行分歧指数 13
3.3 A 股情绪指数 I 14
3.4 A 股情绪指数 II 15
3.5 行业轮动指数 16
3.6 中国债市情绪指数 16
3.7 中国债市预警指数 17
4. 国信多资产配置系列中观指数 18
4.1 中观行业景气指数 18
风险提示 25

图表目录

图1： 前瞻指标提示流动性持续宽松 5
图2： 前瞻指标提示信用环境后续期待好转 5
图3： 四类“货币+信用”组合状态下大类资产价格表现一览 5
图4： 交易情绪带动下债券利率快速下行至偏离基本面 6
图5： 自上而下视角对各类资产配置建议 7
图6： 全球大类资产配置信号 8
图7： 国内资产配置信号 8
图8： 国内资产配置模型表现 9
图9： 国内资产配置模型表现（稳健） 9
图10： 国内大类资产回报月度复盘 9
图11： 人民币汇率和美元指数表现 10
图12： 南华各分项指数回报率对比 10
图13： 国债收益率和期限利差走势 10
图14： 信用债收益率和信用利差走势 10
图15： 国内大类资产回报月度复盘 10
图16： 海外大类资产回报月度复盘 11
图17： 中国股债性价比走势 12
图18： 美国股债性价比走势分析 12
图19： 沪深 300 股债性价比 12
图20： 中证 500 股债性价比 12
图21： 国内政策脉冲指数走势 13
图22： 央行整体走势指数和分歧指数 14
图23： A 股情绪指数 I 和上证指数间走势对比 15
图24： 投资者情绪指数构建原理 15
图25： A 股情绪指数 II 对于沪深 300 指数的提示信号 16
图26： 行业轮动指数显示，市场在上涨初期往往伴随高速轮动 16
图27： 中国债市情绪指数与 10 年期国债到期收益率走势 17
图28： 债市预警指标与债市牛/熊拐点的对比 18
图29： 行业景气指数编制流程 19
图30： 基础化工行业景气指数 19
图31： 钢铁行业景气指数 19
图32： 医药生物行业景气指数 20
图33： 农林牧渔行业景气指数 20
图34： 食品饮料行业景气指数 20
图35： 有色金属景气指数 20
图36： 汽车行业景气指数 20
图37： 机械设备行业景气指数 20

图38： 建筑材料行业景气指数 21
图39： 电力设备行业景气指数 21
图40： 纺织服饰行业景气指数 21
图41： 商贸零售行业景气指数 21
图42： 建筑装饰行业景气指数 21
图43： 通信行业景气指数 21
图44： 家用电器行业景气指数 22
图45： 环保行业景气指数 22
图46： 石油石化行业景气指数 22
图47： 非银金融行业景气指数 22
图48： 煤炭行业景气指数 22
图49： 银行行业景气指数 22
图50： 社会服务行业景气指数 23
图51： 公用事业行业景气指数 23
图52： 传媒行业景气指数 23
图53： 计算机服务行业景气指数 23
图54： 电子行业景气指数 23
图55： 房地产行业景气指数 23
图56： 交通运输行业景气指数 24

表1： A股风格打分卡 6
表2： 国信多资产配置系列指数概览 13
表3： A股情绪指数Ⅰ的底层指标和解释 14

1. 未来大类资产市场展望

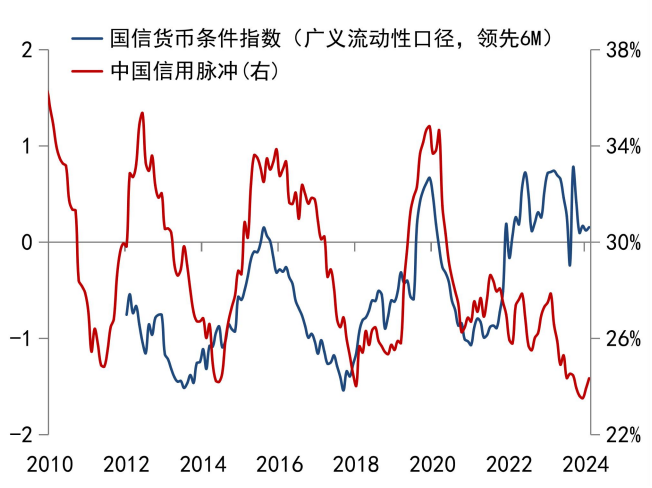
1.1 货币-信用“风火轮”：社会信用震荡趋稳

我们编制了基于金融市场的狭义流动性口径国信货币条件指数，以及基于实体派生广义流动性的国信货币条件指数，对 Shibor 3M 利率、信用脉冲平均有 3 个月和 6 个月左右的领先性。国信货币/信用条件显示当前处于“宽货币+紧信用”格局，信用条件处于底部震荡区间，后续在政策刺激效果显现后或将迎来宽松。信用方面，1 月我国新增社融 70567 亿元，高于万得一致调查值（65750 亿元）。其中新增人民币贷款 51300 亿元，高于万得一致调查值（43167 亿元）。狭义货币条件指数提示 Shibor3M 利率仍然低位运行，流动性持续宽松；广义货币指数提示信用条件震荡趋稳，社会信用状况有所改善。随着财政政策持续发力，社会信用有望企稳回升，而货币指数显示债市出现波动，未来一个月股票的配置胜率较强。

图1：前瞻指标提示流动性持续宽松

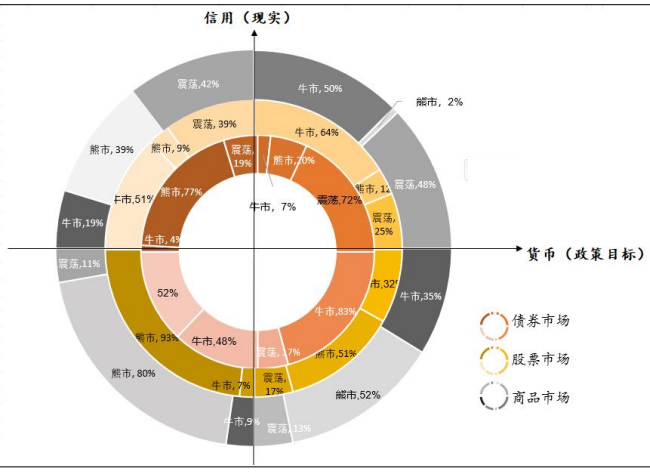
资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图2：前瞻指标提示信用环境后续期待好转



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图3：四类“货币+信用”组合状态下大类资产价格表现一览



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4：交易情绪带动下债券利率快速下行至偏离基本面

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：虚线为根据万得宏观数据一致预期值推导的未来基本面中枢。

1.2 风格与板块配置：关注大盘成长

中美经济差异：2月我国制造业PMI为50.2，较1月上升1.1个百分点。美国Markit制造业PMI为51.6，较1月上升0.4个百分点。中美制造业PMI均保持上升趋势，但当前国内复苏速度快于海外，经济景气度差距仍存，或将继续利好大市值企业。

国内基本面：2024年1-12月，我国规模以上工业增加值同比增长5.80%。其中，12月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.20%。从环比看，规模以上工业增加值比上月增长0.64%。整体来看，基本面仍处修复区间，经济复苏利好成长板块。

通胀因素：1月CPI同比为0.5%，较12月调升0.4个百分点。CPI环比为0.7%，较12月调升0.7个百分点。通胀水平温和回升，利好周期。

估值因素：2月Shibor3M利率为1.77，较上月调升9.5bp。降息效果显现，和指数走势的相关性来看，利好程度：小盘>中盘>大盘。

盈利角度：全国规模以上工业企业实现利润总额降幅比持续扩大。工业利润多月降幅扩大，指示小市值股票盈利压力增加。

事件驱动：2月份，IPO上市公司家数为5家。IPO数量较少利好大盘。

表1：A股风格打分卡

一级指标	二级指标	不同风格		
基本面因素	中美差异	大盘	中盘	小盘
		☆		
	国内经济	成长	均衡	价值
		☆		
	通胀因素	防御		周期
				☆
DCF模型角度	分子端	大盘	中盘	小盘
		★		
	分母端	大盘	中盘	小盘
				★
事件型驱动	IPO和并购重组数量	大盘		小盘
		★		

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

在基本面、DCF分子端和分母端、事件驱动三重因素的考虑下，市值风格偏向大

盘成长。综上，我们对各类资产的推荐配置观点如下表所示，综合胜率和赔率，目前对资产配置的推荐顺序为：**股市>债市>商品。**

图5：自上而下视角对各类资产配置建议

类别	配置建议	理由	资产名称	1月末收盘	2月末收盘	期间涨跌
股票	+	两会临近，股市有望接续上行。政策利好叠加流动性回暖，人工智能、新质生产力等科技成长赛道成为关注重点。社融“开门红”，信用环境改善支撑股市中枢上行。展望后市，政策窗口期即将来临，外资回流效应显著，股市有望接续上行。	上证综指	3250.6	3320.9	2.16%
			深证成指	10156.1	10611.2	4.48%
			创业板指	2063.8	2170.4	5.16%
			上证50	2583.7	2639.0	2.14%
			沪深300	3817.1	3890.0	1.91%
			中证500	5589.3	5859.9	4.84%
债券	=	资金面转松，债市配置价值凸显。春节前后，同业存单提价压力与银行负债端共同制约债市表现。现阶段资金面转松，市场对基本面拐点仍有较大分歧，债市配置性价比凸显，建议逢低布局。	中债财富总指数	248.3	246.4	-0.76%
			中债1-30年利率债指数	202.7	201.2	-0.72%
			中债信用债总财富指数	221.2	220.8	-0.21%
			10年国开利率	1.7	1.7	0.00
			10年国债利率	1.66	1.66	0.00
			1年国债利率	1.3	1.3	0.00
汇率	=	人民币有望维持坚挺。美国滞涨风险加剧，美元阶段性走弱，人民币短期压力缓解。短期来看，中国资产重估引发外资“抢购潮”，人民币汇率有望维持窄幅震荡，但中长期仍需关注美国单边主义动作。	美元指数	108.5	107.6	-0.88%
			美元兑人民币（在岸）	7.27	7.28	0.26%
			美元兑人民币（离岸）	7.32	7.30	-0.37%
			人民币汇率指数	100.7	99.6	-1.06%
商品	−	主要商品走势继续分化，金价或维持高位震荡。一方面，特朗普举措推动美铜溢价飙升；另一方面，全球经济复苏的不确定性带动周期下行，商品整体受周期扰动呈下行趋势。向后看，地缘冲突、美国“滞涨风险”以及财政赤字推动下，黄金避险价值再度抬升，黄金价格有望延续高位。	南华综合指数	2560.0	2552.9	-0.28%
			南华工业品指数	3861.6	3799.9	-1.60%
			布伦特原油（美元）	76.5	73.1	-4.47%
			上期所原油	602.4	540.0	-10.36%
			伦敦现货黄金（美元）	2812.1	2834.6	0.80%
			上期所黄金	647.5	672.1	3.80%

悲观 − − − − − − − = 中性 + + + + + + + 乐观　较上月回落 ▼ ▲ 较上月上涨

资料来源：彭博，万得，国信证券经济研究所整理

1.3 全球与国内大类资产的定量配置建议

根据我们的全球资产配置模型（详见 2024 年 4 月 24 日外发报告《全球资产配置启航》），模型显示 2025 年 3 月份 A 股之外全球主要股市的配置比例为：美国(13.85%)、德国(13.08%)、法国(13.85%)、英国(1.54%)、日本(1.54%)、越南(12.31%)、印度(1.54%)、中国香港(12.31%)。余下 30%比例按模型假设配置无风险收益产品。

根据我们的国内定量配置模型（详见 2024 年 5 月 15 日外发报告《从宏观择时到定量配置》），模型提示 2025 年 3 月份国内资产的配置建议为：

- 积极配置假设下，股票、债券、原油、黄金分别为 70%、10%、10%、10%；
- 稳健配置假设下，股票、债券、原油、黄金分别为 15%、85%、0%、0%；

图6：全球大类资产配置信号

国家	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市	国家	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市
美国	核心指标	通胀	未超预期	↑	德国	核心指标	通胀趋势	持平	↑
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	↑		情绪面指标	Sentix投资信心指数	悲观	↓
							未来30天隐含波动率	下行	↑
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标	RSI	提示超买	↓
		KDJ	提示超买	↓			KDJ	提示超买	↓
		BOLL	无明显信号	-			BOLL	卖出信号	↓
		WR	提示超买	↓			WR	提示超买	↓
法国	核心指标	通胀趋势	下行	↑	英国	核心指标	经济前景	走弱	↓
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	↑		情绪面指标	未来30天隐含波动率	下行	↑
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标	RSI	无明显信号	-
		KDJ	无明显信号	-			KDJ	无明显信号	-
		BOLL	无明显信号	-			BOLL	卖出信号	↓
		WR	提示超买	↓			WR	提示超买	↓
日本	核心指标	消费者信心	走弱	↓	越南	核心指标	出口增速	走强	↑
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	↑					
		未来30天隐含波动率	下行	↑					
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标	RSI	无明显信号	-
		KDJ	无明显信号	-			KDJ	提示超买	↓
		BOLL	无明显信号	-			BOLL	无明显信号	-
		WR	无明显信号	-			WR	提示超买	↓
印度	核心指标	外商投资情况	走弱	↓	中国香港	核心指标	股市流动性	走强	↑
	情绪面指标	机构外资净流入展望	净流入	↑		情绪面指标	未来30天隐含波动率	下行	↓
		未来30天隐含波动率	下行	↑					
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标	RSI	无明显信号	-
		KDJ	无明显信号	-			KDJ	无明显信号	-
		BOLL	无明显信号	-			BOLL	卖出信号	↓
		WR	无明显信号	-			WR	提示超买	↓

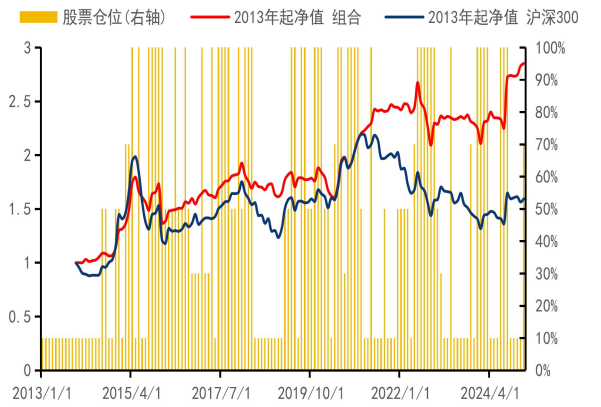
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图7：国内资产配置信号

资产类型	配置建议	相比于上期	稳健配置建议	相比于上期
股票	70.0%	→	15.0%	→
债券	10.0%	→	85%	→
原油	10.0%	↓	0.0%	→
黄金	10.0%	↑	0.0%	→

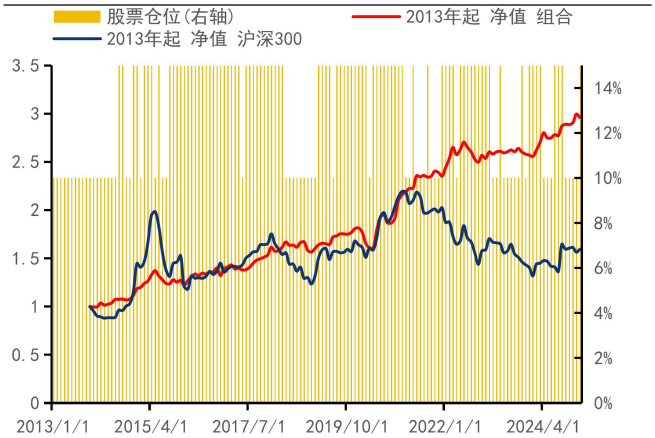
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8：国内资产配置模型表现



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9：国内资产配置模型表现（稳健）



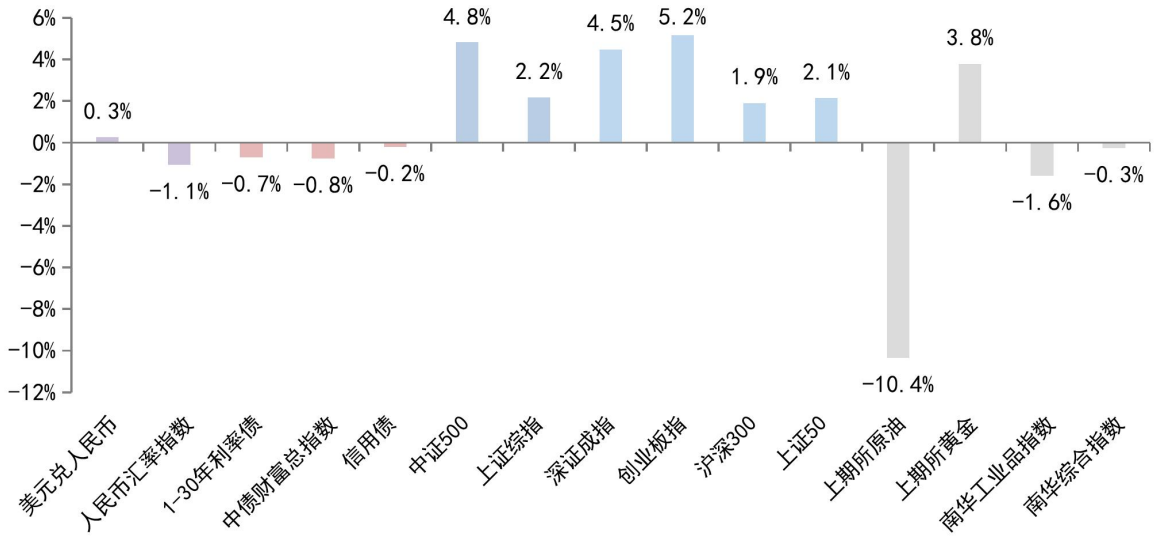
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2. 国内外大类资产月度复盘

2.1 国内大类资产回报排序及归因

2 月国内大类资产的表现可以概况为：**股市上行、债市下行、商品下行、黄金上涨、人民币贬值**。（1）股市方面：创业板指上涨 5.2%，中证 500 上涨 4.8%，深证成指上涨 4.5%，上证综指上涨 2.2%，上证 50 上涨 2.1%，沪深 300 上涨 1.9%。中信风格指数下各个板块全月回报排序为：成长股、消费股、周期股、稳定股、金融股，回报率依次为：8.2%、3.3%、3.2%、1.0%、0.4%。（2）债券方面：2 月中债口径十年期国债到期收益率保持 1.66%不变。（3）商品方面：上期所黄金上涨 3.8%，南华综合指数下跌 0.3%，南华工业品指数下跌 1.6%，上期所原油下跌 10.4%。（4）汇率方面：截至 2 月 28 日，美元对人民币在岸价收于 7.2838，相比于 1 月底的 7.265，人民币有所贬值。

图10：国内大类资产回报月度复盘

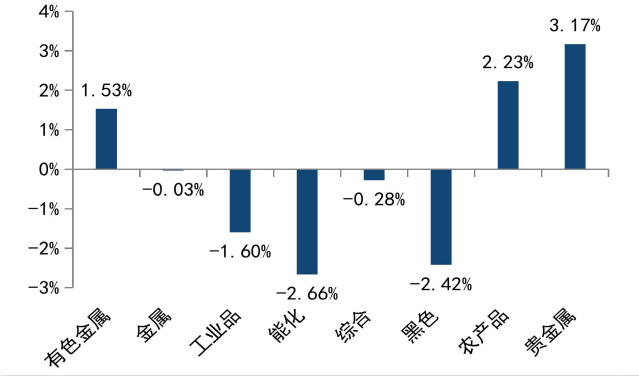


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图11：人民币汇率和美元指数表现

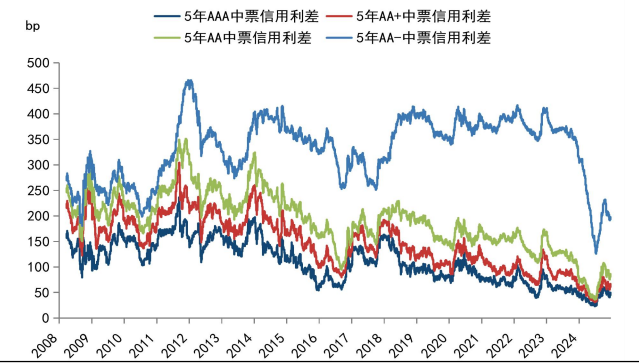
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12：南华各分项指数回报率对比



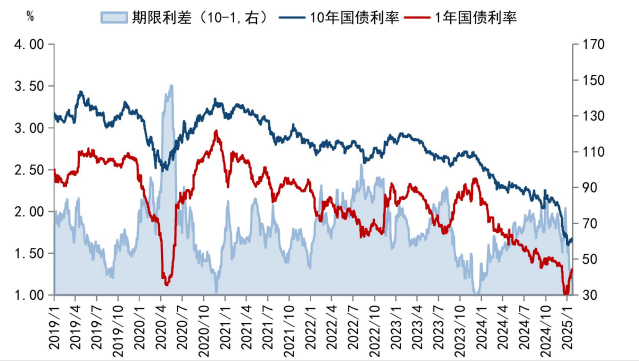
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图13：国债收益率和期限利差走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图14：信用债收益率和信用利差走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图15：国内大类资产回报月度复盘

2025年国内主要资产表现情况											
2024-08	国债 (0.17)	货币基金 (0.12)	信用债 (-0.12)	商品 (-1.51)	金融股 (-2.25)	消费股 (-2.63)	可转债 (-3.33)	万得全A (-3.97)	周期股 (-4.42)	稳定股 (-4.60)	成长股 (-6.02)
2024-09	金融股 (15.79)	消费股 (12.36)	万得全A (11.40)	成长股 (11.21)	周期股 (10.07)	稳定股 (3.87)	可转债 (3.15)	商品 (1.16)	货币基金 (0.12)	信用债 (-0.06)	国债 (-0.29)
2024-10	成长股 (7.21)	万得全A (1.46)	可转债 (1.07)	国债 (0.23)	信用债 (0.16)	货币基金 (0.13)	金融股 (-0.57)	周期股 (-1.34)	商品 (-1.39)	稳定股 (-3.00)	消费股 (-4.64)
2024-11	可转债 (1.74)	消费股 (1.02)	国债 (1.00)	信用债 (0.55)	金融股 (0.16)	货币基金 (0.11)	万得全A (-0.08)	成长股 (-0.24)	稳定股 (-0.33)	周期股 (-0.93)	商品 (-1.81)
2024-12	稳定股 (2.37)	国债 (2.05)	可转债 (1.56)	信用债 (0.64)	金融股 (0.48)	货币基金 (0.13)	商品 (-1.04)	周期股 (-1.61)	万得全A (-1.96)	消费股 (-2.11)	成长股 (-3.34)
2025-01	商品 (2.21)	可转债 (1.24)	国债 (0.22)	货币基金 (0.09)	信用债 (0.04)	周期股 (-1.27)	成长股 (-1.56)	万得全A (-2.54)	金融股 (-2.98)	消费股 (-4.56)	稳定股 (-6.25)
2025-02	成长股 (8.25)	万得全A (4.74)	消费股 (3.33)	周期股 (3.23)	可转债 (2.27)	稳定股 (1.04)	金融股 (0.37)	货币基金 (0.12)	信用债 (-0.21)	商品 (-0.28)	国债 (-0.82)

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：每一行代表一个月，从左~右按照各资产类别，当月回报水平由高到低排序

2.2 海外大类资产走势复盘

2 月海外大类资产大体排序：债券>商品>股票。(1)权益市场方面，新兴市场录得 0.61%，全球股市录得-0.89%，发达市场股市录得-1.05%，美国股票录得-1.42%，东京日经 225 指数录得-6.11%。（2）债券方面，MBS（2.55%）>国债（2.16%）>高收益债（0.67%）。（3）大宗商品方面，2 月 CRB 商品指数收益率为-1.02%，伦交所现货黄金收益 0.80%。

图16：海外大类资产回报月度复盘

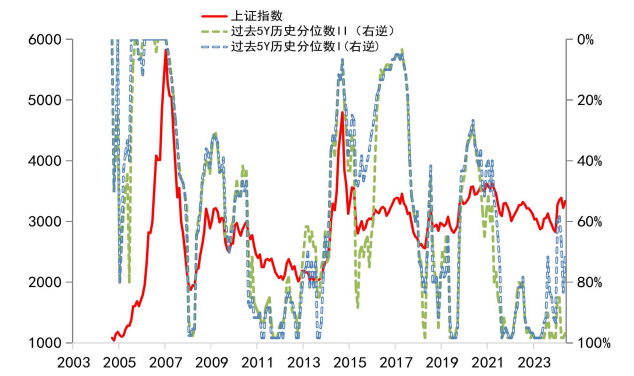
2025年海外主要资产表现情况											
2024-08	伦敦商品价格黄金 (3.78)	美国MBS (1.83)	美国高收益债 (1.61)	美国国债 (1.54)	美国股票 (1.26)	发达市场股市 (0.91)	全球股市 (0.78)	CRB商品价格指数 (-0.18)	新兴市场 (-0.32)	东京日经225指数 (-1.16)	美元指数 (-2.57)
2024-09	伦敦商品价格黄金 (5.91)	新兴市场 (5.72)	CRB商品价格指数 (3.22)	东京日经225指数 (3.06)	全球股市 (1.87)	美国高收益债 (1.62)	美国股票 (1.59)	发达市场股市 (1.43)	美国MBS (1.28)	美元指数 (-1.29)	美国国债 (-1.38)
2024-10	伦敦商品价格黄金 (5.62)	东京日经225指数 (3.58)	美元指数 (3.34)	美国股票 (0.89)	发达市场股市 (0.60)	全球股市 (0.31)	美国高收益债 (-0.39)	新兴市场 (-2.18)	CRB商品价格指数 (-2.32)	美国国债 (-2.42)	美国MBS (-2.70)
2024-11	美国股票 (5.14)	发达市场股市 (4.26)	全球股市 (3.55)	CRB商品价格指数 (2.45)	美元指数 (2.19)	美国MBS (1.02)	美国高收益债 (0.98)	美国国债 (0.44)	东京日经225指数 (-1.87)	新兴市场 (-2.63)	伦敦商品价格黄金 (-3.38)
2024-12	东京日经225指数 (4.41)	CRB商品价格指数 (3.41)	美元指数 (2.14)	新兴市场 (1.22)	美国高收益债 (-0.46)	全球股市 (-1.44)	美国国债 (-1.46)	美国MBS (-1.54)	伦敦商品价格黄金 (-1.58)	发达市场股市 (-1.72)	美国股票 (-2.08)
2025-01	伦敦商品价格黄金 (5.11)	CRB商品价格指数 (4.26)	美国股票 (4.03)	发达市场股市 (3.97)	全球股市 (3.60)	美国高收益债 (1.16)	新兴市场 (0.27)	东京日经225指数 (0.09)	美国MBS (0.01)	美国国债 (-0.01)	美元指数 (-0.31)
2025-02	美国MBS (2.55)	美国国债 (2.16)	伦敦商品价格黄金 (0.80)	美国高收益债 (0.67)	新兴市场 (0.61)	美元指数 (-0.88)	全球股市 (-0.89)	CRB商品价格指数 (-1.02)	发达市场股市 (-1.05)	美国股票 (-1.42)	东京日经225指数 (-6.11)

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：单位为%；每一行代表一个月，从左到右按照各资产类别，当月回报水平由高到低排序

2.3 国内外大类资产间比价

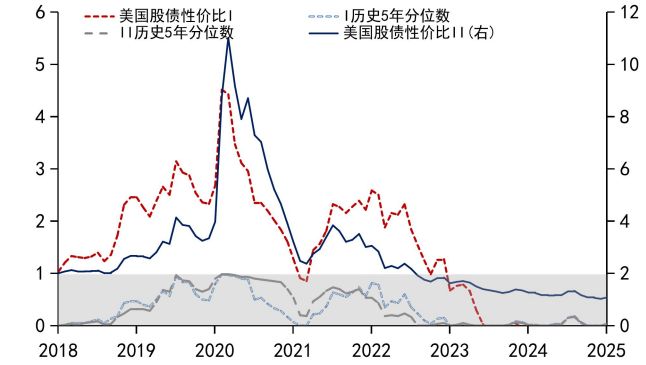
鉴于近年来股市的波动幅度较前几年相对减缓，我们采用动态跟踪的思路，以五年为一个窗口期，观测股债性价比处在过去五年间的分位点。我们以股票风险溢价（ERP）来度量股债相对比价，计算方法为股票市盈率倒数与利率债收益率之差（口径 I），或者（股票市盈率+股息率）/利率债收益率（口径 II）。ERP 可以作为衡量股票相对于债券配置价值的参考指标。动态来看，2025 年 2 月，I，II 两个口径下中国股债性价比有所下降，2 月分位数分别为 71.67%、96.67%，表明近段时间来债券利率有所回升使得股票性价比有所下降，但仍处于历史较高水平。与此同时，美国 2 月份股债性价比的历史分位数在 I、II 口径下维持在历史较低水平，分别为 3.33%、3.33%，提示在高利率环境下未来美国债券相比股票将有更好的投资回报。

图17：中国股债性价比走势



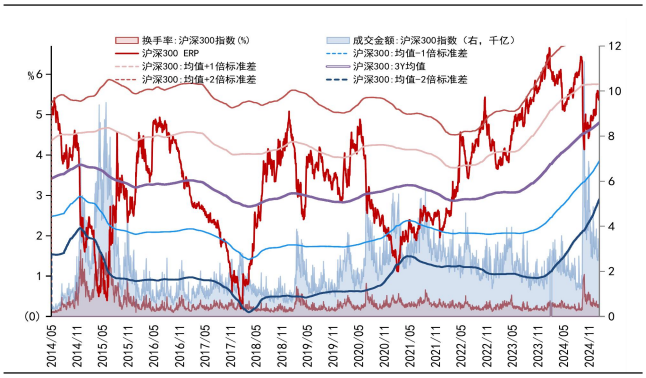
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图18：美国股债性价比走势分析



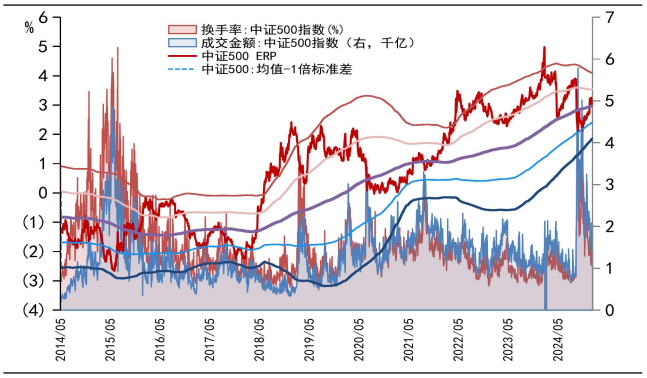
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：股债性价比 I 为 SPX 指数市盈率倒数与十年期美债收益率之差，性价比 II 为（SPX 指数市盈率+股息率）/十年期美债收益率

图19：沪深 300 股债性价比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图20：中证 500 股债性价比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

3. 国信多资产配置系列总量指数

本报告对过往研究阶段中编制的多资产配置相关的指数进行了汇总发布，其中包括宏观景气和政策量化指数、股市交易情绪指数以及债市情绪和风险指数。这些指数是宏观经济环境和市场表现评估的重要工具，在定性分析的基础上添加完全依赖于数据刻画的宏观环境、市场情绪等维度，能够帮助投资者更好地把握市场趋势并做出合理的投资决策。基于自上而下的思维出发，对于国内外的货币、财政等政策进行量化观测，以此为基础落实到多资产配置最为重要的两个领域：A 股市场和债券市场，通过成交、价格等因素对市场的风险、水位、情绪等进行刻画。三大类别、共计八个分支指数如下表所示：

表2：国信多资产配置系列指数概览

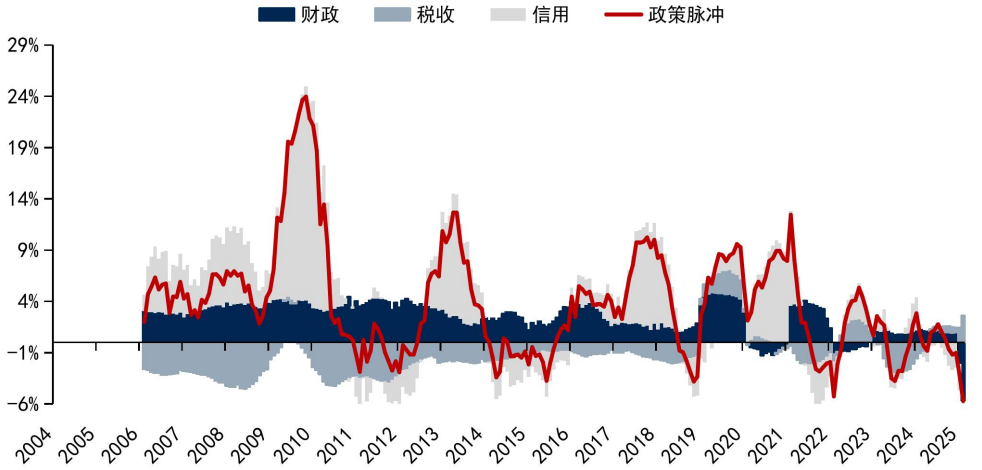
类别	名称	起始时间	更新频率	目的	最新信号
宏观景气和政策量化	1. 政策脉冲指数	2002 年 1 月	月	定量观测货币、税收和财政三大政策程度	↓
	2. 货币/信用前瞻指数	2008 年 11 月/2010 年 9 月	月	衡量国内货币环境宽松、紧缩的程度/衡量实体信用派生的程度	↑
	3. 全球央行分歧指数	2002 年 9 月	月	衡量世界主要经济体央行货币政策分歧程度	↓
股市交易情绪	1. A 股情绪指数 I	2006 年 5 月	月	通过价格指标提示 A 股市场的情绪状态	↑
	2. A 股情绪指数 II	2014 年 4 月	周	提示股票市场交易的高位风险和底部位置	↓
	3. 行业轮动指数	2010 年 1 月	周	对市场行业轮动的速度进行定量判定	↓
债市情绪和风险	1. 中国债市情绪指数	2017 年 1 月	日	判断和预测市场对未来债券市场、宏观经济的乐观程度	↑
	2. 债市预警指数	2010 年 5 月	周	基于实体产业和金融数据衡量债市的波动情况	↓

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

3.1 国内政策脉冲指数

市场往往对货币政策的关注度极高，这是因为降准、降息等货币政策容易观测，每次降准、降息后即可获知对市场投放的流动性是多少。尽管如此，观测货币政策对实体经济所派生出的信用仍有不足之处，容易产生误判。我们参考信用脉冲的构造方法，以老口径社融、财政支出和税收收入（逆向）加总构造广义政策脉冲，发现其对本面和股市行情的前瞻性要强于信用脉冲。1 月政策脉冲指数有所回落，主要是由社会融资放缓导致的信用萎缩拖累，未来随着降准降息效果显现，政策脉冲有望回升。

图21：国内政策脉冲指数走势

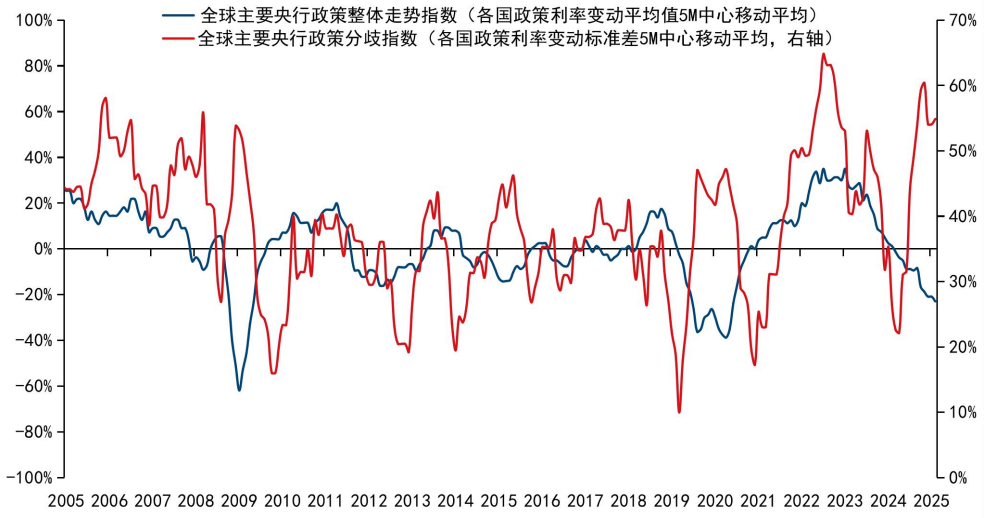


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

3.2 央行分歧指数

央行分歧指数是用来衡量世界各大经济体央行货币政策分歧程度的一个指标。它对各国央行政策利率的变化方向进行统计分析，能够反映出不同国家央行在国内外部门经济形势和通货膨胀压力等方面的差异性，也可以帮助投资者预判未来各国央行货币政策分歧程度及其变化方向。2 月全球央行整体走势指数下行，政策分歧指数上行，表示全球央行降息进度有所分化，分歧增大。

图22：央行整体走势指数和分歧指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

3.3 A 股情绪指数 I

我们采用六类底层指标构造 A 股情绪指数 I，这些指标包括基金溢价率、股市交易量和开户数、IPO 数量及首日收益率、经济基本面信心等多个维度：

表3：A 股情绪指数 I 的底层指标和解释

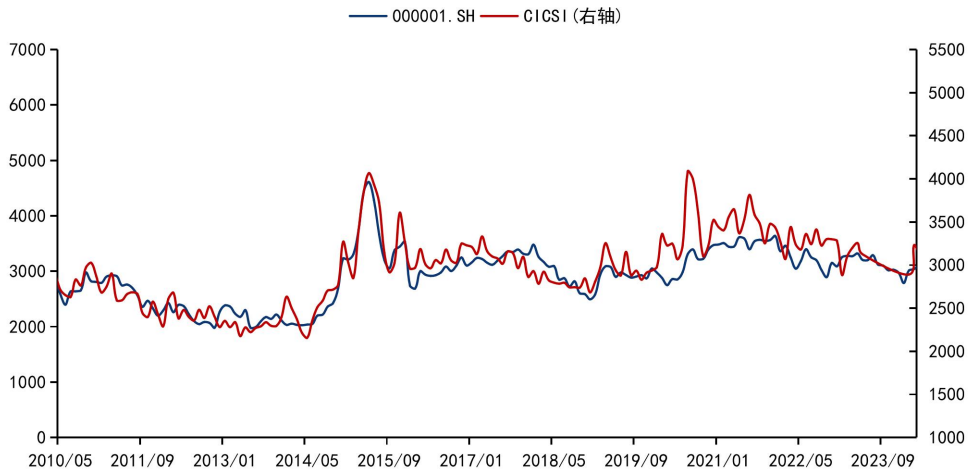
指标简称	指标频率	指标释义	指标方向
DCEF	周度	基金 IOPV 溢折率，将中国上市 ETF 按基金份额加权计算平均溢折率	正向
TURN	月度	月交易量，当月 A 股市场总交易金额与总流通市值的均值比	正向
IPON	月度	当月 IPO 个数，若没有则计为零	正向
NIA	月度	A 股账户新增开户数的对数	正向
IPOR	日度	IPO 首日收益，按 IPO 日流通股本数加权计算当月平均首日收益率	正向
CCI	月度	消费者信心指数	正向

资料来源：易志高,茅宁.中国股市投资者情绪测量研究:CICSI 的构建[J].金融研究,2009(11):174-184.，国信证券经济研究所整理

将上述指标按一定权重加总得出投资者情绪指数，具体计算公式为：

A 股情绪指数 I = 0.231 · *DCEF* + 0.224 · TURN + 0.257 · IPON + 0.322 · IPOR +0.268* · CCI + 0.405 · NIA。2 月 A 股情绪指数 I 下降，指示股票情绪有所降温。

图23：A 股情绪指数 I 和上证指数间走势对比

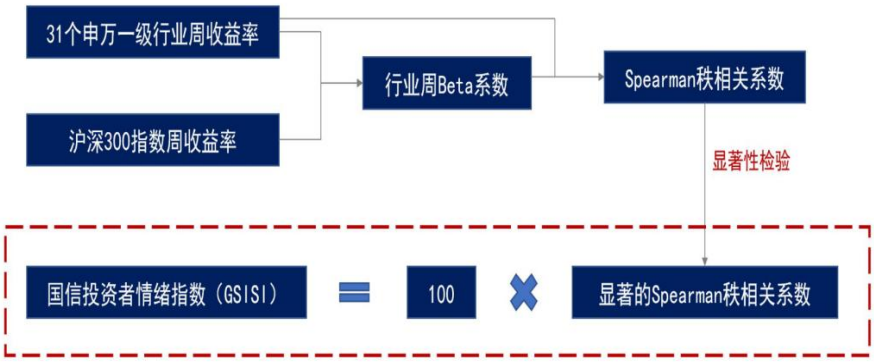


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

3.4 A 股情绪指数 II

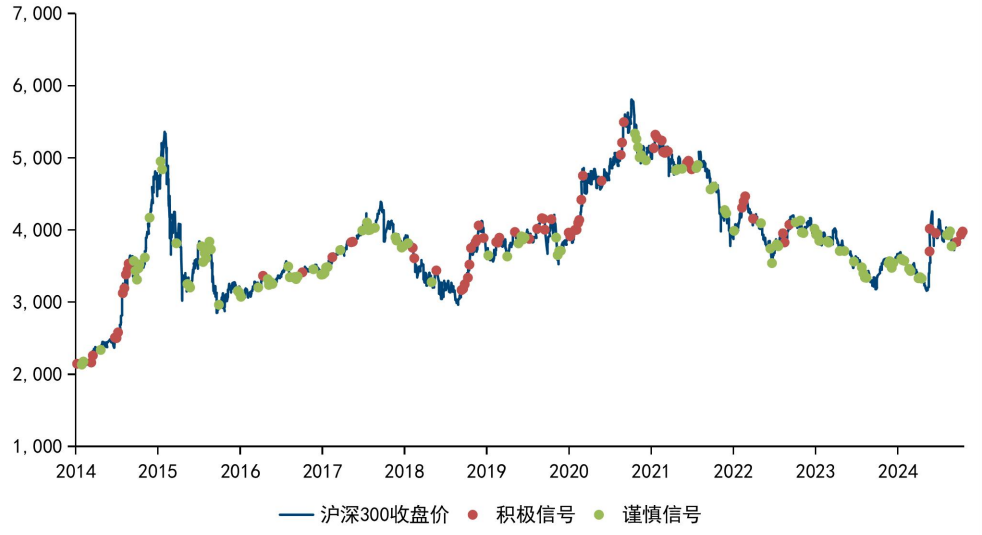
根据中国 A 股市场特点，我们使用一级行业的相对于股票宽基指数（此处以沪深 300 为例，同步跟踪万得全 A 和上证指数）的周 Beta 系数和周收益率等基础数据，可以构建适合国内语境的投资者情绪指数，该指数在历史上基本可以提示了沪深 300 指数的运行趋势、底部空间和风险位置。2 月情绪指数 II 2 次发出积极信号，提示近期股市情绪有所升温。

图24：投资者情绪指数构建原理



资料来源：国信证券经济研究所绘制

图25：A 股情绪指数 II 对于沪深 300 指数的提示信号



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

3.5 行业轮动指数

我们对各行业过去一年左右时间内的涨跌幅进行排序，根据各个行业涨跌幅排名变化构造行业轮动指数。如果每个行业涨跌幅排名当期没有发生变化，那行业轮动指数将降至 0，该指数越高代表行业轮动的速度越快，越难以通过市场主线的思维捕捉。2 月 A 股行业轮动指数有所回落。

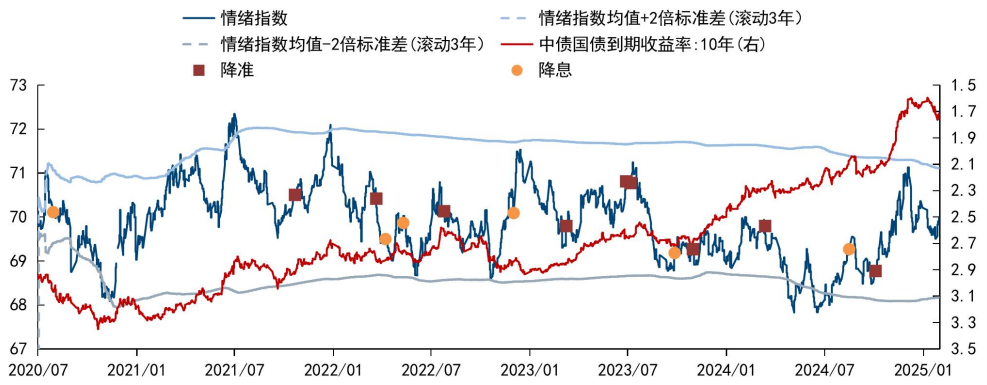
图26：行业轮动指数显示，市场在上涨初期往往伴随高速轮动

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

3.6 中国债市情绪指数

为准确判断和预测市场对未来债券市场、宏观经济的乐观程度，我们构建中国债市情绪指数，以解释说明价格因素、流动性净投放因素对国债收益率波动无法解释的部分。2 月债市情绪指数有所下行，指示对债市走势整体消极。

图27：中国债市情绪指数与 10 年期国债到期收益率走势

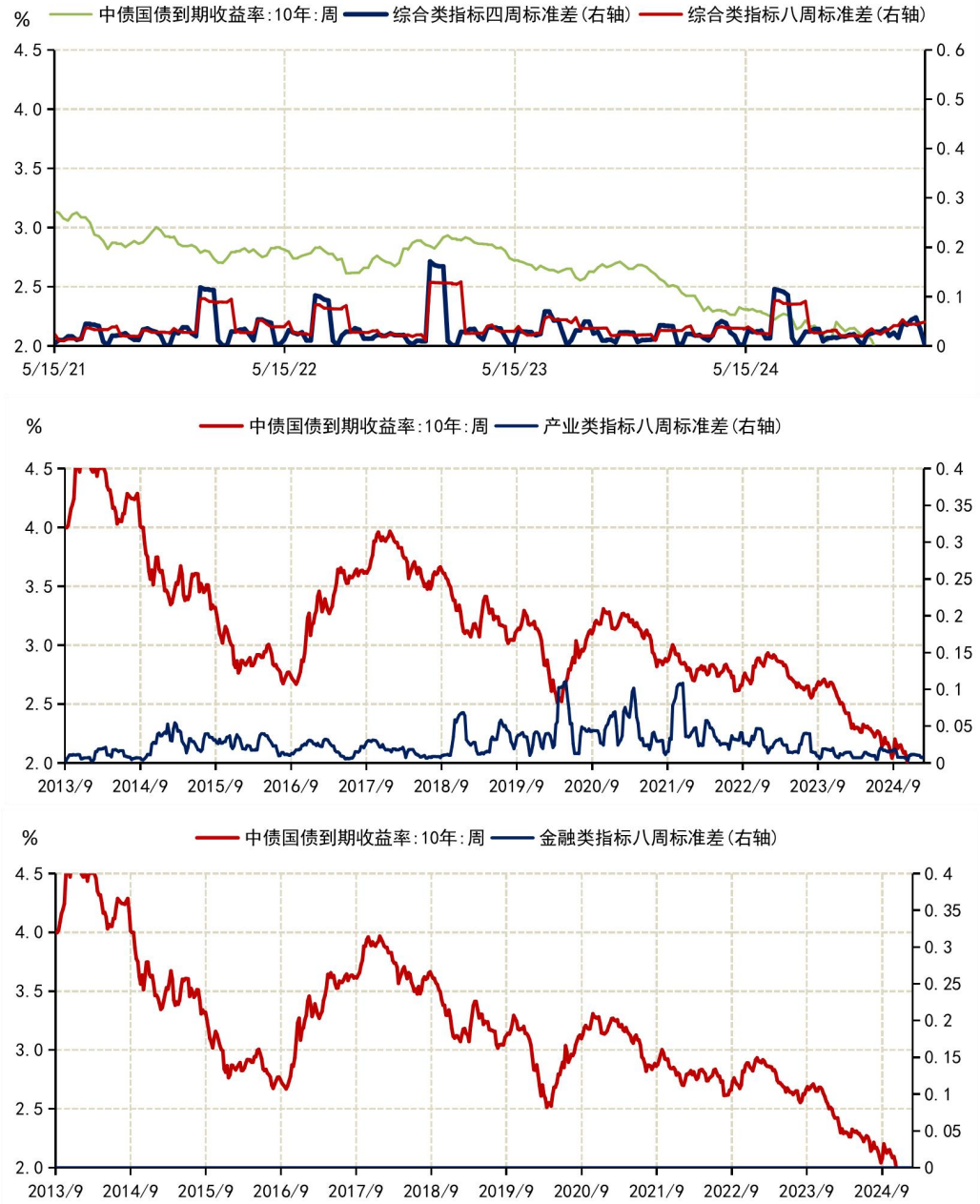


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

3.7 中国债市预警指数

我们构建基于实体产业和金融数据的预警指标，旨在衡量债市的波动情况。2 月债市预警指数有所增加，指示债市利率上行风险上升。

图28：债市预警指标与债市牛/熊拐点的对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

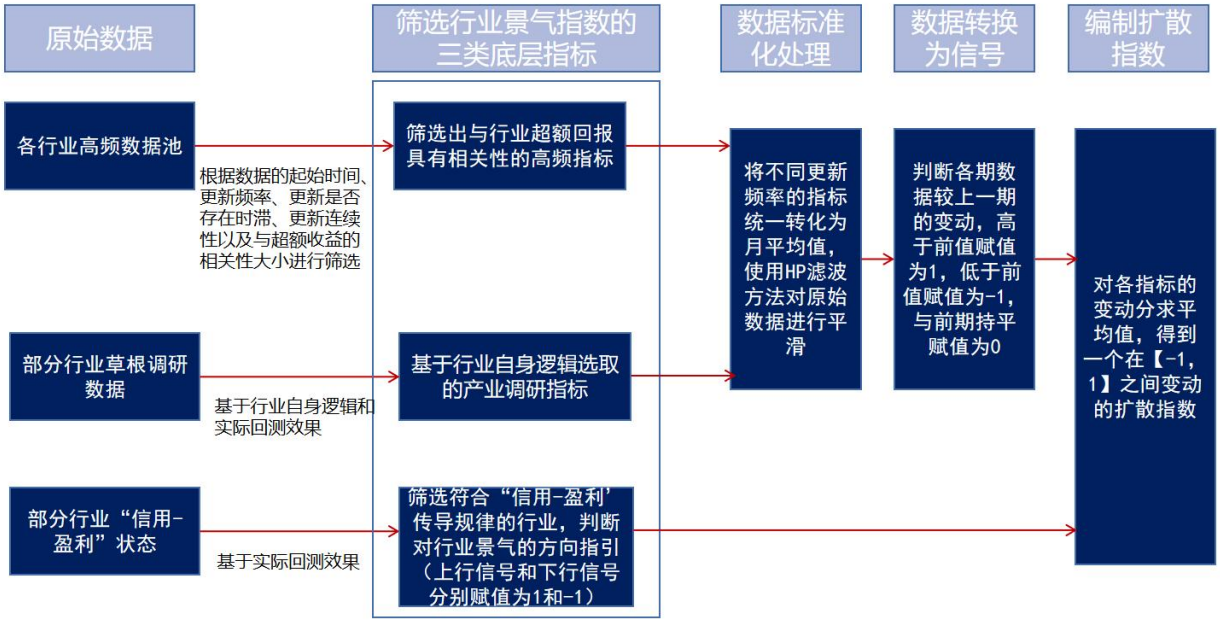
4. 国信多资产配置系列中观指数

4.1 中观行业景气指数

我们基于三方面数据构建中观行业/板块景气指数：一是与超额回报具有相关性的高频指标，各行业具有 2-6 个不等的高频跟踪指标；二是基于调查获取的与行业自身逻辑高度相关的产业指标，包含总需求、海外需求、产成品存货、行业前景等；三是对于信用环境对其超额收益有指示效果的行业，额外增加行业信用环境数据。对行业/板块的各类数据进行整理后，采用扩散指数的编制方法编制行业/

板块景气指数。

图29：行业景气指数编制流程



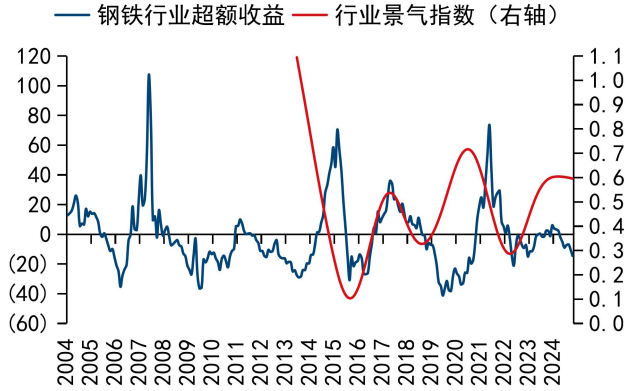
资料来源：国信证券经济研究所绘制

根据 2 月份的中观行业景气指数，景气上行的行业有汽车、机械设备、社会服务、医药生物、公用事业、煤炭、建筑装饰、交通运输、建筑材料、有色金属、家用电器、农林牧渔、房地产、非银金融。

图30：基础化工行业景气指数

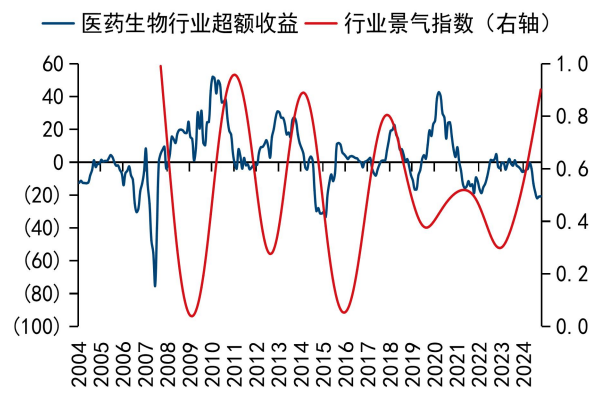
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图31：钢铁行业景气指数



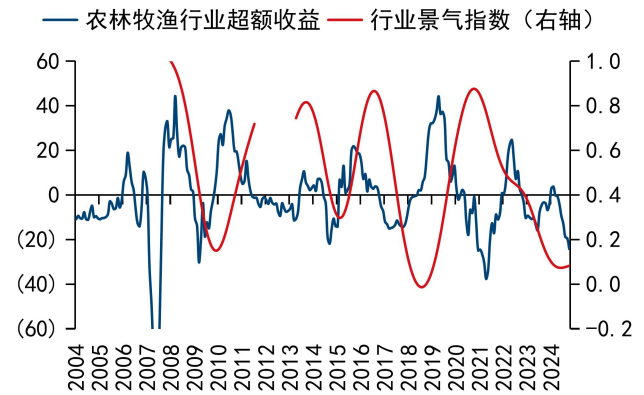
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图32：医药生物行业景气指数



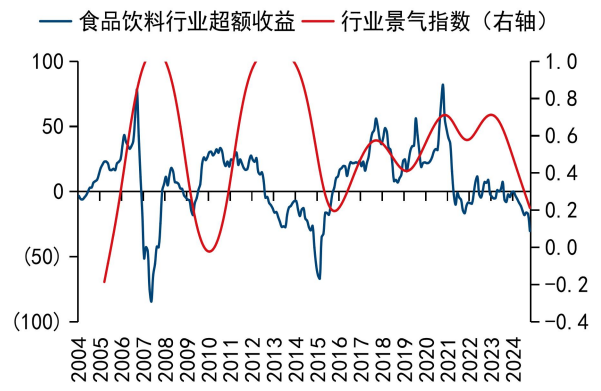
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图33：农林牧渔行业景气指数



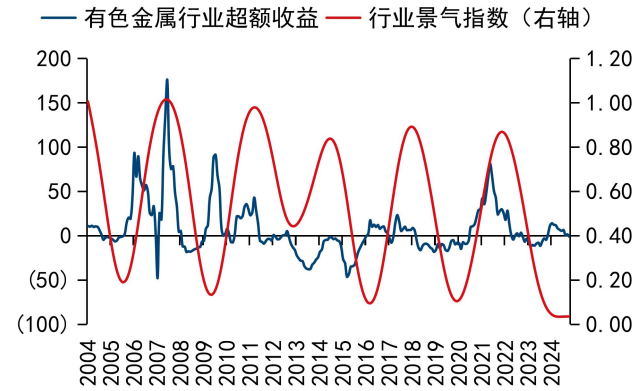
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图34：食品饮料行业景气指数



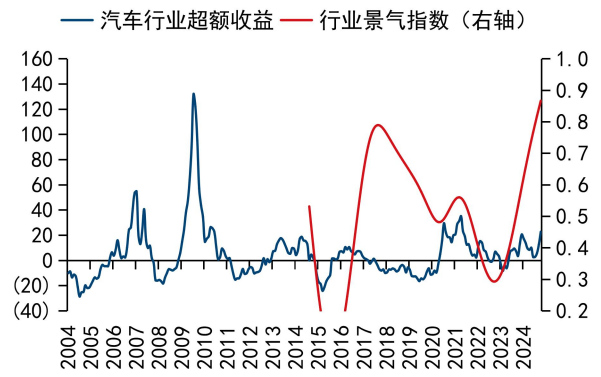
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图35：有色金属景气指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图36：汽车行业景气指数

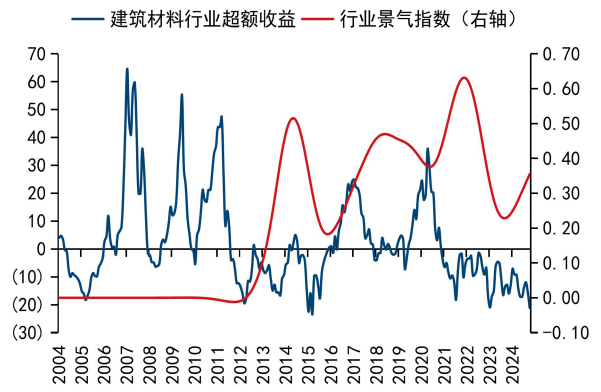


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图37：机械设备行业景气指数

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图38：建筑材料行业景气指数

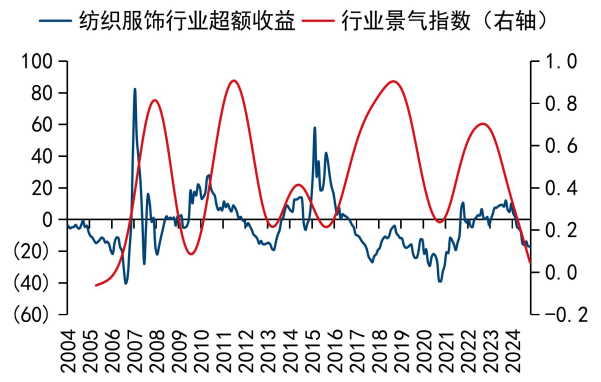


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图39：电力设备行业景气指数

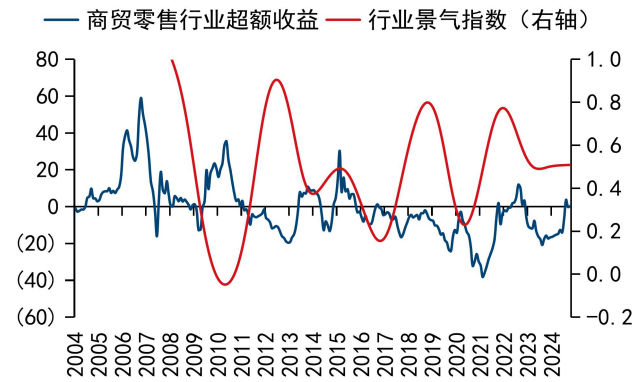
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图40：纺织服饰行业景气指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图41：商贸零售行业景气指数

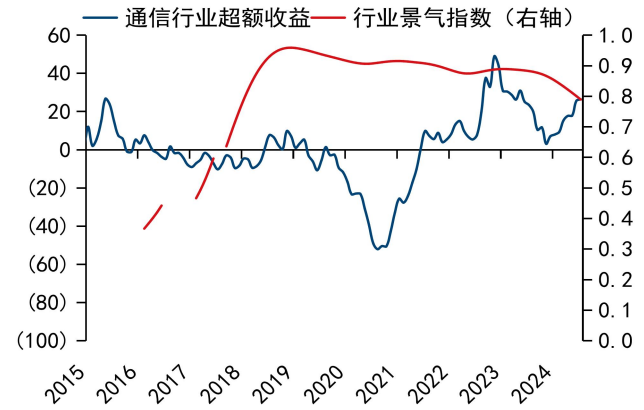


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图42：建筑装饰行业景气指数

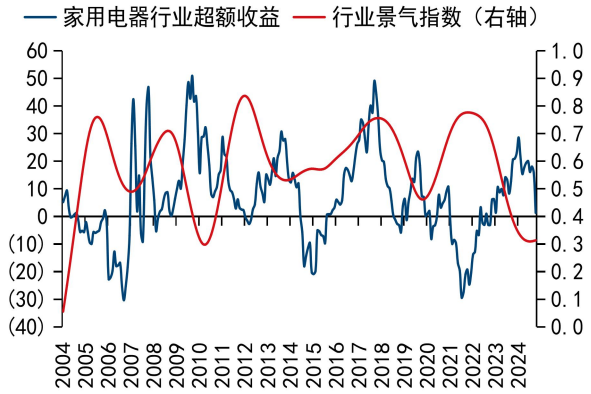
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图43：通信行业景气指数



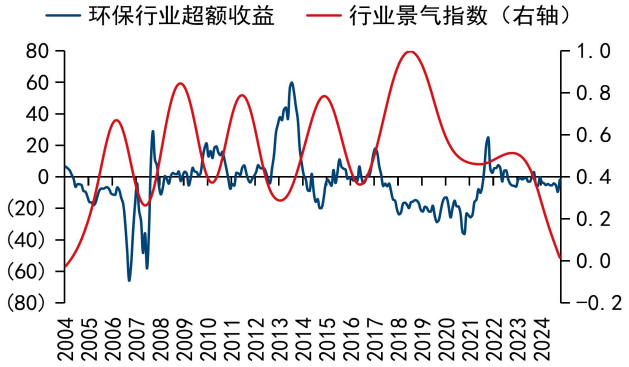
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图44：家用电器行业景气指数



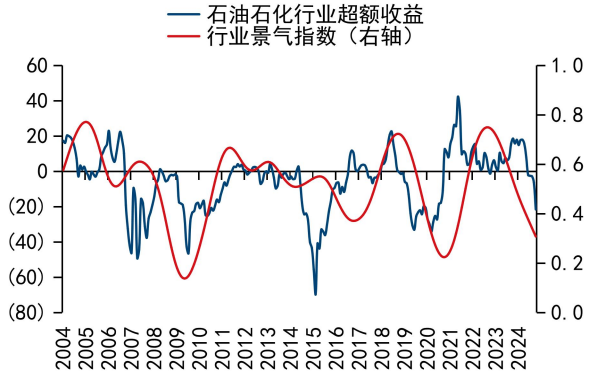
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图45：环保行业景气指数



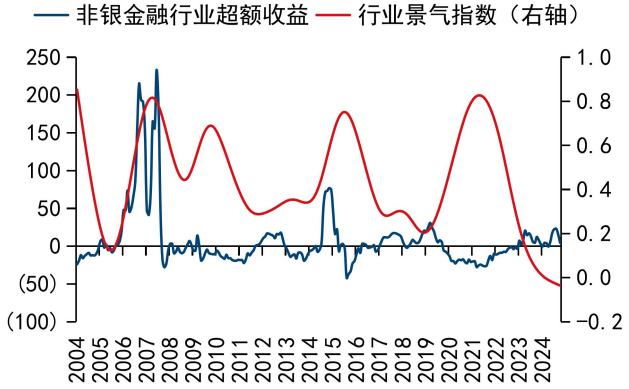
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图46：石油石化行业景气指数



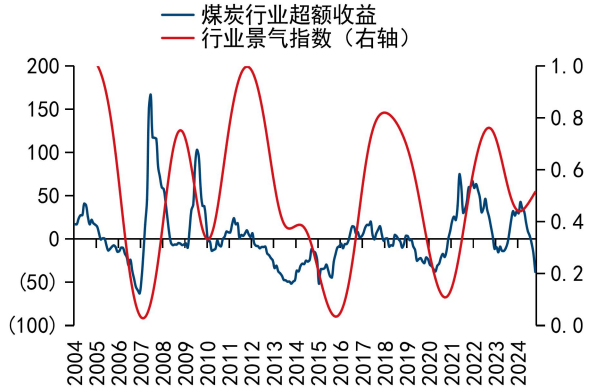
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图47：非银金融行业景气指数



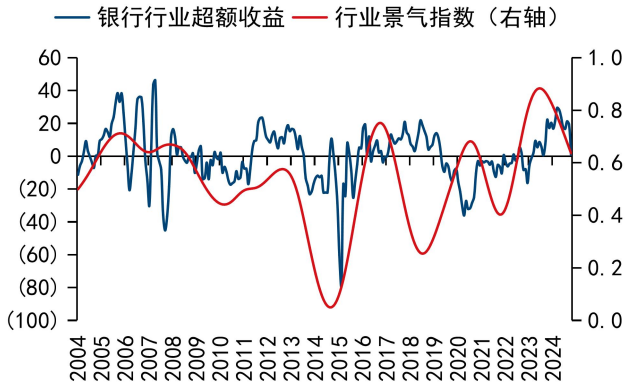
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图48：煤炭行业景气指数



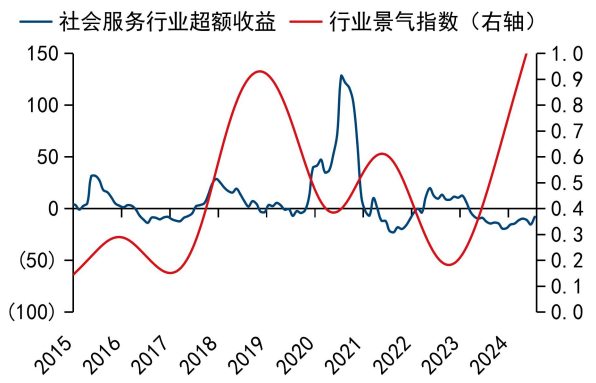
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图49：银行行业景气指数



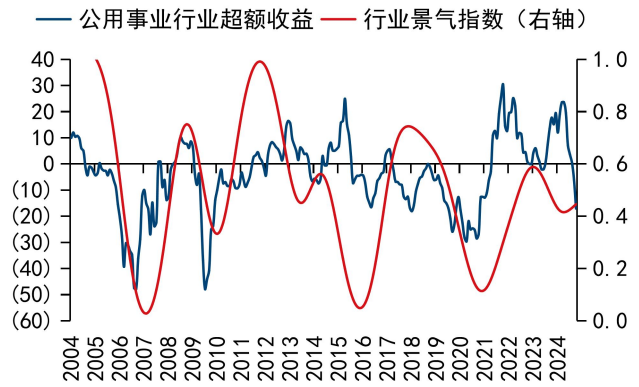
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图50：社会服务行业景气指数



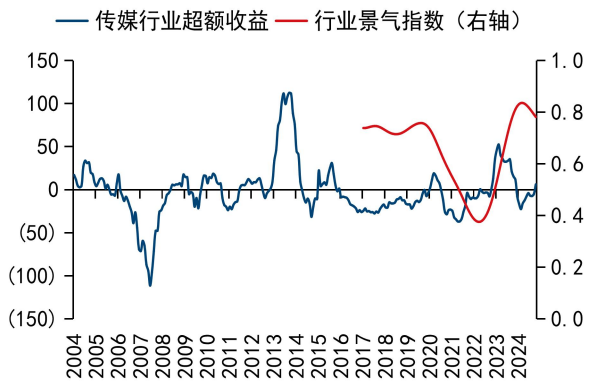
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图51：公用事业行业景气指数



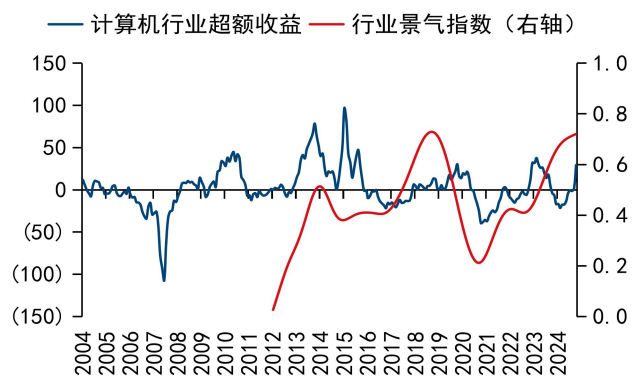
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图52：传媒行业景气指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图53：计算机服务行业景气指数

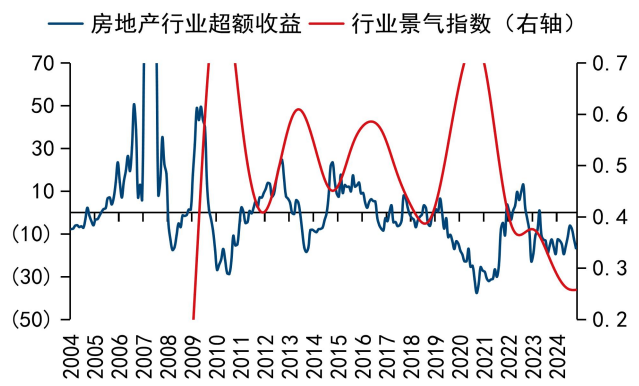


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图54：电子行业景气指数

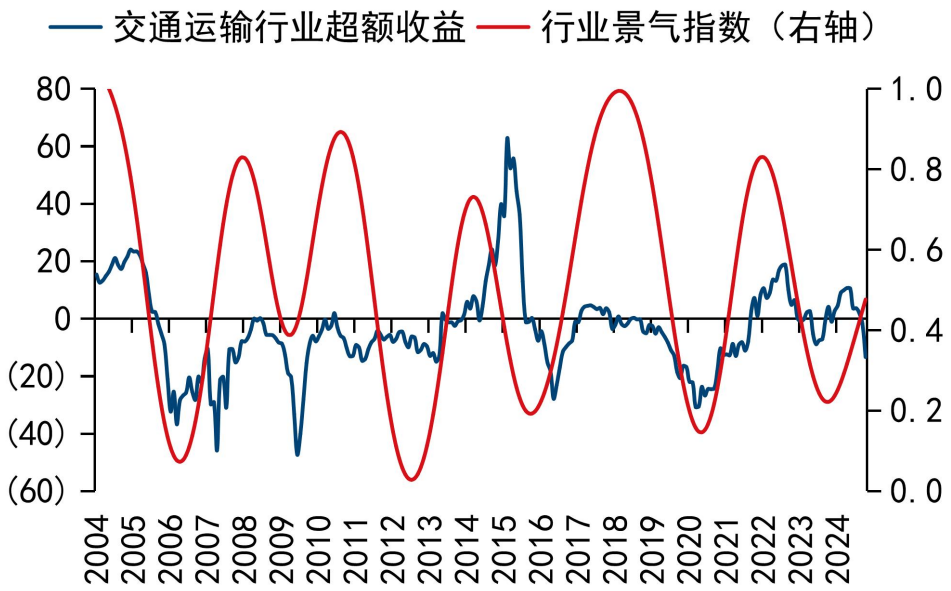
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图55：房地产行业景气指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图56：交通运输行业景气指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

风险提示

1）情绪因素对市场的扰动；

2）美联储货币政策不确定性；

3）海外地缘政治冲突加剧。

免责声明

分析师声明

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。

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

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。本报告仅供我公司客户使用，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中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 层
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