

构建宏观高频因子体系：宏观经济或由弱复苏向低通胀扩张过渡

宏观风险平价策略系列（一）：宏观状态识别与周期定位

研报摘要

- 当前中国经济处于多重周期交织阶段，外部供应链重构、地缘政治调整、政策周期错位与内部新旧动能转换相互叠加，经济运行呈现高波动、短周期、结构分化特征；但同时逆周期调节与稳增长政策持续发力，平滑了实际波动，使传统经济数据难以及时捕捉经济运行状态的边际变化。本文借鉴 Breeden、Lamont 等经济跟踪组合研究范式，利用资本市场价格反向提取宏观经济状态变量，构建高频、动态、可交易的宏观因子体系，力图捕捉经济状态的真实变化。
- 模型采用波动率倒数横截面加权方式配置顺周期风险资产多头，通过均衡各资产波动敞口，规避高波动单一品种主导因子走势的问题；在此基础上，引入多空资产组合思路，通过“风险资产-低风险资产”相对收益结构剥离市场整体流动性环境与无风险收益变化的干扰，提炼真正具有宏观含义的风险溢价信号（部分情形下也可采用无空端的单边收益结构）。因子累计净值刻画经济所处的相对状态水平，净值趋势方向刻画周期方向，累计净值 12 个月同比则刻画状态动量（增长/通胀状态的加速或衰竭）。
- 在增长因子构建中，选取沪深 300、中证 500、可选消费指数及沪铜、螺纹钢、焦煤等工业品作为经济增长敏感资产，兼顾权益市场盈利预期与工业品实体需求，各资产权重全周期稳定于 10%-30% 区间，无极端集中现象；因子净值走势与国内经济周期高度吻合，同比曲线与 PMI 走势高度相关，能够较为完整复刻 2016 年供给侧改革复苏、2018 年底贸易摩擦冲击、2020 年疫后修复及疫情反复等历史拐点。
- 在通胀因子构建中，以“60%CPI+40%PPI”经验加权综合通胀指标为参考基准，选取原油、猪肉、商品指数作为代理资产刻画交通通信、食品烟酒及 PPI 分项的传导链条，三类资产权重长期维持在合理配置区间；因子净值同比走势与传统通胀、平减指数拐点基本一致，较好复刻了 2011-2015 年通胀下行、2016-2019 年供给侧改革驱动的再通胀修复、2019 年猪周期冲高及 2020 年以来震荡格局等历史特征。
- 在此基础上，本文以增长状态和通胀状态变化方向为核心坐标轴，构建二维四象限框架（再通胀/复苏、低通胀扩张/繁荣、衰退、滞胀）。并以增长动能、通胀动能作为辅助判断指标，衡量当前状态的改善或恶化的速度。
- **从模型运行结果看：**
- **增长维度：**2025 年下半年以来，增长因子累计净值斜率转正，由过去单边下行趋势转为低位修复，增长动量持续为正，表明增长改善趋势仍在延续。但从净值绝对水平看，增长状态仍处历史偏低区间，此次修复更多属于低基数上的边际改善，尚未进入高景气扩张阶段。当前资产价格隐含的增长动能明显强于官方 PMI 所反映的实体景气度，二者出现阶段性背离，其底层逻辑与 2016 年、2021 年外需驱动型修复高度相似，本轮主要由 AI 产业链资本开支带动的外需订单脉冲驱动，若后续海外需求边际走弱，缺乏内需支撑的经济将面临新一轮探底压力。
- **通胀维度：**通胀因子累计净值长期运行于样本初始基准以下，市场隐含的通胀状态整体偏弱。尽管 2026 年 5 月 PPI、CPI 同比数据呈现阶段性回升，但通胀因子净值已重新形成下行斜率，通胀状态实质上已重新转入下降阶段，通胀动量同步转负。这表明前期价格回升更多是输入型、一次性的再通胀特征，国内有效需求不足的核心矛盾并未改变，表现数据与底层价格压力之间存在明显“温差”，价格中枢仍存在进一步回

证券分析师

张一

S0670524030001

zhangyi@jrjzq.com.cn

何修桐

S0670526060001

hexiutong@jrjzq.com.cn

联系人

落风险。

● **周期定位：**综合增长、通胀两大因子，2026年一季度经济处于增长与通胀同步上行的复苏阶段，AI需求带动的大宗商品涨价与增长修复共振形成再通胀交易；进入二季度后，增长状态延续上行但通胀状态重新转弱，经济已由复苏阶段演进至低通胀扩张（Goldilocks）阶段，呈现“增长改善、通胀回落”的组合特征，经济修复的可持续性仍高度依赖外需与内需能否形成有效接力。

风险提示：海外需求超预期回落、经济增长不及预期、再通胀逻辑反转；模型基于历史数据构建，存在参数不稳定和历史规律失效的风险。

目录

一、利用市场定价体系提取经济状态变量	5
二、“增长状态-通胀状态”二维四象限框架	7
三、因子构建结果分析	9
(一) 增长因子	9
(二) 通胀因子	11
四、当前周期：增长状态上行，通胀状态承压	14
(一) 增长：低位修复，方向向上，动能改善但依赖外需	14
(二) 通胀：方向重新转弱，表观数据存在“温差”	14
(三) 宏观经济或由弱复苏向低通胀扩张过渡	15
五、风险提示	15

图表目录

图 1 : “增长状态-通胀状态”四象限框架.....	8
图 2 : 增长因子累计净值曲线走势与中国经济周期.....	10
图 3 : 增长因子月同比收益率 vs PMI	11
图 4 : CPI 交通分项 (%)	12
图 5 : CPI 交通工具用燃料和布伦特原油价格走势 (%)	12
图 6 : CPI 食品分项和猪肉价格走势 (%)	12
图 7 : PPI 和华南商品期货走势 (%)	12
图 8 : 通胀因子资产权重 (%)	13
图 2 : 通胀因子累计净值曲线走势与中国通胀周期.....	13
图 10 : 经济增长因子月同比收益率 vs PMI	14
表 1 : 因子和宏观含义.....	7
表 2 : 基于波动率倒数风险平价的增长敏感资产权重特征统计	10

一、利用市场定价体系提取经济状态变量

当前，中国经济处于多重周期交织的阶段。全球供应链重构、地缘政治格局调整、主要经济体财政与货币政策周期错位等外部因素，叠加全球新一轮科技变革浪潮，与国内新旧动能转换、产业自主升级等内部因素相互交织，多重周期的共振与错位不断加快经济边际变化和市场预期调整的速度，使得国内宏观经济运行呈现出高波动、短周期和结构分化显著的特征。但同时逆周期调节和稳增长政策相机而动、持续发力，又在一定程度上平滑了实际波动。这使得传统依赖 GDP、CPI、工业增加值、固定资产投资等官方统计指标的宏观经济分析越来越难以满足宏观研究和资产配置对于经济状态实时识别的需求。这些指标普遍存在发布滞后、修订频繁、统计口径相对刚性以及结构信息不足等局限，更适用于描述已经发生的经济结果，难以及时刻画经济运行的边际变化。有时尽管宏观经济数据总体保持稳定，但经济状态的变化频率已明显快于传统统计体系的更新节奏。

在现代宏观金融研究与量化投资领域，利用市场定价体系反向提取经济状态变量（State Variables），将宏观经济从低频、滞后的统计描述转化为高频、动态、可交易的因子体系，已经成为重要的研究范式¹。资本市场会领先反映经济基本面的变化，资产价格本质上是市场对于未来经济预期的综合定价，不同资产价格所蕴含的信息可以作为经济增长、通胀、流动性等宏观状态变量的实时载体²。

在因子构建中，模型主要采用波动率倒数横截面加权（Inverse Volatility Cross-Section Weighting）³与多空资产组合（Long-Short Portfolio）⁴两种方法。

首先，采用波动率倒数横截面加权方式配置顺周期风险资产多头，通过均衡各资产波动敞口，规避高波动单一品种主导因子走势的问题⁵。不同资产天然具有不同的波动率水平，例如商品价格波动通常高于股票指数，而股票指数又高于货币市场工具。如果直接采用等权配置，高波动资产将主导因子表现，使因子更多反映个别资产价格波动，而非宏观经济的共同变化趋势。因此，模型以资产历史波动率作为风险度量依据，通过提高低波动资产权重、降低高波动资产权重，使不同资产对组合风险的贡献趋于均衡。本质是剥离单资产特异性扰动，从多资产联动特征中提取稳定、具备经济含义的宏观状态信号，最终提升因子运行稳定性与宏观解释力度。

在此基础上，为了提取真正具有宏观含义的风险溢价信号，剥离市场整体流动性环境和无风险收益变化的影响，引入多空组合方法。多头端通常选取对宏观变量更为敏感的风险资产组合，空头端则选取现金类资产或货币市场工具，以刻画风险资产相对于无风险基准的

¹ Breeden D T, Gibbons M R, Litzenberger R H. Empirical tests of the consumption-oriented CAPM [J]. Journal of Finance, 1989, 44 (2): 231-262. 首次提出经济跟踪组合，用资产收益拟合不可观测宏观状态变量；

Lamont (2001) (Lamont O A. Economic tracking portfolios [J]. Journal of Econometrics, 2001, 105 (1): 161-184. 完善因子模拟组合框架，证明资产价格可实时提取领先宏观预期，解决官方宏观数据低频滞后缺陷。

² CHENNF,ROLLR,ROSSSA.Economic Forcesand the Stock Market[J].The Journal of Business,1986,59(3):383-403. 首次系统验证了工业生产、通胀、期限利差等宏观变量对资产价格具有系统性定价能力，为利用金融市场价格构建宏观因子体系奠定了重要的理论与实证基础。

³ Maillard S, Roncalli T, Teiletche J. The Properties of Equally Weighted Risk Contribution Portfolios [J]. Journal of Portfolio Management,2010. 提出用波动率倒数标准化权重公式实现横截面资产风险敞口均等化配置。

⁴ Hurst B, Ooi Y H, Pedersen L H. A half century of macro momentum [R]. AQR Capital Working Paper, 2017. 用跨资产多空组合构建可交易宏观时序因子。

⁵ Shimizu H, Shiohama T. Constructing Inverse Factor Volatility Portfolios: A Risk-Based Asset Allocation for Factor Investing [J]. International Review of Financial Analysis, 2020. 在多资产多头组合中使用横截面波动率倒数加权，分散单一资产波动对组合因子收益的干扰。

超额收益变化。通过构建“风险资产-低风险资产”的相对收益结构，将资产表现从绝对收益维度转化为相对定价维度。当风险资产相对现金持续走强时，反映市场风险偏好上行及对宏观变量改善的定价增强；反之则表明风险偏好收缩与避险需求上升。

在部分情形下，也可采用“无空端”的单边收益结构，即仅使用风险资产收益变化作为信号载体。该处理方式适用于现金端对冲含义不稳定或引入额外噪音的场景，使因子更直接反映资产本身的风险定价变化。

具体做法上，采用对数收益率计算各类资产的日度收益，以 60 交易日滚动窗口测算各资产收益率的滚动标准差，并进行年化处理，得到各资产的年化波动率。随后对各资产的年化波动率取倒数，在多头资产池内部，进行横截面归一化，得到各资产多头权重。对空头资产执行同等规则的波动率倒数归一化处理，并将权重取负值表征空头持仓，最终合成完整的多空权重矩阵。权重体系满足两项约束：一是多头端资产权重之和恒为 1，保留全额顺周期风险敞口；二是全组合权重之和恒为 0，构建市值中性的多空对冲结构，剥离整体市场涨跌的共性干扰，提纯经济增长的相对风险溢价信号。

$$w_{i,t} = \frac{1/\sigma_{i,t}}{\sum_j 1/\sigma_{j,t}}$$

随后，将各资产收益率与对应权重加权求和，得到因子日度收益率。为严格规避未来函数、符合实盘交易逻辑，模型对权重执行滞后一期处理，即使用 $t-1$ 日收盘后权重 $w_{i,t-1}$ 与资产 i 在 t 日的对数收益率 $r_{i,t}$ 相乘，并按资产维度加总求和。

$$r_{factor,t} = \sum_i w_{i,t-1} \times r_{i,t}$$

为直观展示因子长期走势，对日度收益率进行复利累计，并标准化为初始值 1，得到因子累计净值序列，即能够反映宏观经济的状态水平（State Level）的高频时间序列。需要说明的是，累计净值的绝对水平依赖于归一化起点，因此不能赋予绝对经济含义，真正有经济意义的是其相对位置和变化过程——累计净值曲线的上行意味着增长状态不断改善，持续下行意味着增长状态不断恶化，可据此划分上行与下行周期。

而累计净值的 12 个月同比收益率则衡量增长状态相对于一年前改善或恶化的幅度，可理解为市场隐含的经济增长动能（Growth Momentum）或周期强弱指标。更接近宏观统计中的同比增长概念，与核心宏观经济指标的同维度可比指标，可作为因子与宏观基本面进行相关性验证、领先滞后关系分析的标准化输出指标。

表 1：因子和宏观含义

指标	宏观含义	经济解释
因子累计净值	经济相对状态 (State Level)	累计净值越高，说明相对于样本起点，市场隐含的增长状态越强；累计净值越低，则说明市场隐含的增长状态越弱。由于累计净值受样本起点和归一化方式影响，其绝对水平不具有经济含义，主要用于刻画经济所处的相对状态。
净值曲线趋势方向	经济周期方向 (Direction)	曲线斜率（经适当平滑后）大于 0，表明市场持续上修增长预期，对应经济增长上行周期；曲线斜率小于 0，表明市场持续下修增长预期，对应经济增长下行周期。该指标不受累计净值起点影响，是本文划分经济周期的主要依据。
因子 12 月滚动同比	经济周期强弱 (Momentum)	12 个月同比收益率越高，表明市场隐含的增长动能越强，经济景气度持续改善；同比收益率下降或转负，表明增长动能减弱，经济景气度趋于回落。该指标主要用于衡量增长动能，并与 GDP、工业增加值等同比指标进行对照验证。

资料来源：金融街证券研究所

二、“增长状态-通胀状态”二维四象限框架

现代宏观金融研究与全球宏观投资实践中，通常将增长（Growth）、通胀（Inflation）、流动性（Liquidity）与风险偏好（Risk Appetite）视为驱动资产价格和金融周期演化的四类核心状态变量。例如，桥水基金（Bridge water Associates）经典的全天候资产配置框架，以超预期增长、超预期通胀两大核心维度划分四大宏观经济象限，聚焦增长与通胀预期差驱动资产定价⁶；美国普林格研究中心（Pring Research）则在增长与通胀的基础上新增货币信贷流动性作为第三核心变量，搭建了经典的普林格六阶段周期模型（Six-Stage Business Cycle）⁷；欧洲投资银行（EIB）的宏观配置实证框架则实现维度与周期体系的双重拓展，通过构建整合信贷、房价、股市的多元金融稳定指数，额外纳入资产价格波动与市场风险偏好两大增量变量，完整覆盖增长、通胀、信贷流动性、风险偏好四类核心驱动因子，并行拆分实体商业周期与金融信贷周期，搭建四阶段复合周期框架⁸。

从宏观分析的底层逻辑来看，增长与通胀对应传统宏观经济基本面，流动性反映信用扩张与金融条件松紧，风险偏好则刻画市场主体风险承担能力与风险溢价变化，四类变量共同决定了不同阶段的资产定价逻辑。但流动性和风险偏好在很大程度上会受到增长与通胀的约束，也容易受到政策调控、监管变化、市场情绪以及短期资金行为等因素扰动。相比之下，增长与通胀具有更强的经济基本面属性，其对应的资产定价规律也具有更好的长期一致性。从长期视角看，绝大多数资产及行业风格的表现，本质上都可以理解为市场对增长与通胀组合变化的定价结果，流动性和风险偏好更多体现为这一基础框架下的传导机制和

⁶ Bridgewater Associates. (2012). The All Weather Story: How Bridgewater Created the All Weather Investment Strategy, the Foundation of the ‘Risk Parity’ Movement. Bridgewater Daily Observations.

⁷ Pring, M. J. (1992). The All-Season Investor: Successful Strategies for Every Stage in the Business Cycle. John Wiley & Sons.

⁸ Kollar, M., & Schmieder, C. (2019). Macro-based asset allocation: An empirical analysis (EIB Working Paper 2019/11). European Investment Bank.

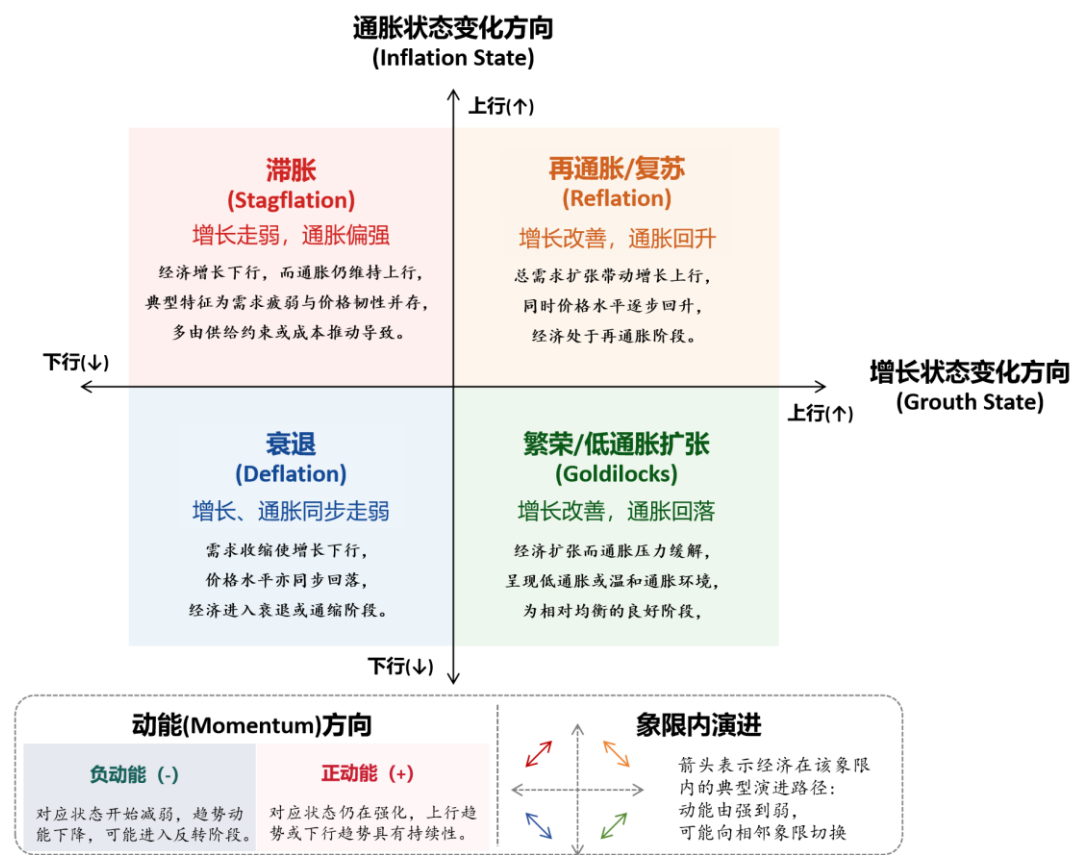
放大机制。因此，以增长与通胀为坐标构建的二维四象限框架，足以覆盖绝大多数典型宏观环境，并映射对应阶段的大类资产配置逻辑。

基于以上考量，本文在构建经济增长因子与通胀因子后，进一步借鉴宏观经济周期分析中“增长—通胀”二维框架，将两类因子的状态水平（State Level）进行组合，构建宏观经济状态二维四象限模型。其中，横轴表示经济增长状态变化方向，纵轴表示通胀状态变化方向，以增长状态和通胀状态分别处于上行或下行作为划分依据，将宏观经济划分为四种典型运行阶段。

当增长状态与通胀状态同步上行时，对应再通胀/复苏（Reflation）阶段，反映总需求扩张带动经济增长改善，同时价格水平逐步回升；当增长状态继续上行而通胀状态转入下行时，对应低通胀扩张/繁荣（Goldilocks）阶段，经济保持扩张但供给改善或成本回落使通胀压力缓解；当增长状态与通胀状态同步下行时，对应衰退（Deflation）阶段，需求收缩导致增长和价格同步走弱；当增长状态下行而通胀状态仍维持上行时，则对应滞胀（Stagflation）阶段，经济增长放缓而价格仍具韧性，反映供给约束或成本推动主导的宏观环境。

为进一步识别各周期阶段的演进过程，引入增长动能（Growth Momentum）和通胀动能（Inflation Momentum）作为辅助判断指标，用于衡量增长状态和通胀状态改善或恶化的速度。动量为正，表示对应状态仍在强化，上行或下行趋势具有持续性；动量回落或转负，则意味着对应趋势开始减弱，并可能进入下一经济周期阶段。

图 1：“增长状态-通胀状态”四象限框架



资料来源：金融街证券研究所

说明：横轴为增长状态变化方向(Growth State)，纵轴为通胀状态变化方向(Inflation State);状态(State)由因子累计净值的趋势方向刻画，动能(Momentum)由 12 个月同比收益事刻画。

模型后续研究深化过程中，可进一步引入流动性、风险偏好等金融因子，在增长与通胀两大宏观变量之外，纳入金融周期维度，构建兼顾实体经济与金融市场特征的宏观状态识别体系，从而提升对市场更短期波动的解释与预测能力。在投资实践落地过程中，该框架还可进一步延伸至风险平价与动态大类资产配置体系，将宏观因子识别、资产风险预算与组合动态调整相结合，为跨资产配置和择时决策提供更加系统的分析框架。

三、因子构建结果分析

(一) 增长因子

在底层资产选择上，选取沪深 300 指数、中证 500 指数、中证可选消费行业指数、沪铜指数、螺纹钢期货、焦煤期货价格作为经济增长敏感资产组合，综合刻画权益市场盈利预期、制造业景气以及工业品需求变化。其中，宽基指数反映资本市场对企业盈利与经济预期的整体定价，而工业金属与黑色系商品则更直接映射实体经济的边际需求与生产活动强度。以中债国债指数作为无风险资产基准，将经济增长敏感资产组合收益扣除无风险资产收益，得到经济增长维度的风险溢价，作为市场隐含经济增长状态的核心表征。

从模型运行结果看，第一，全周期内各多头资产的权重均在 10%-30% 的合理区间内，无极端权重集中的情况，符合各类资产的风险特征。第二，因子体系与中国经济周期高度匹配，涨跌方向、拐点节奏与宏观经济增长的周期变化基本一致，能够较为完整复刻国内周期变迁。第三，累计净值同比曲线与 PMI 的走势具有极高的相关性，说明模型定价逻辑确实由基本面驱动。当累计净值同比向上突破 0 轴时，意味着市场定价的经济增长动能边际改善，在核心周期拐点处往往对应 PMI 站上 50 荣枯线、景气度进入扩张区间，典型如 2016 年底供给侧改革驱动的复苏周期、2020 年疫后修复阶段；反之，当因子同比大幅回落并进入负区间时，通常对应 PMI 探底、经济动能衰减与景气度收缩，典型如 2018 年底贸易摩擦冲击、2020 年初疫情冲击、2022 年二季度疫情反复阶段。

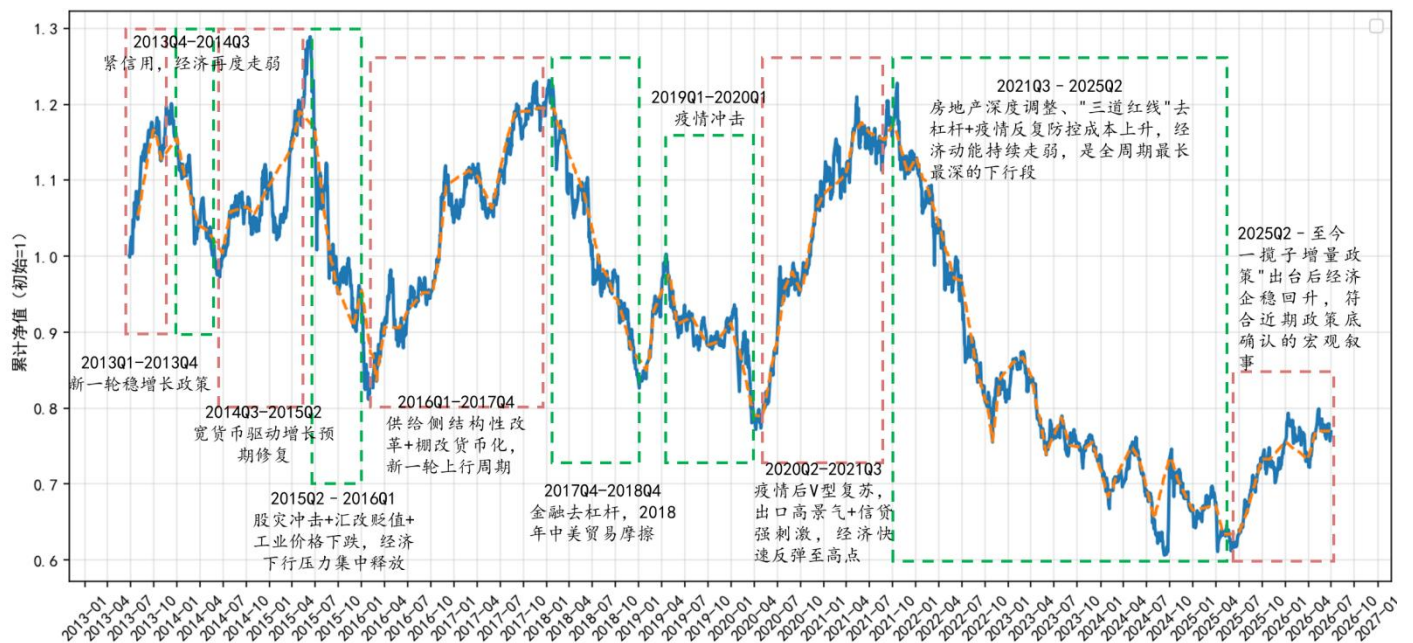
表 2：基于波动率倒数风险平价的增长敏感资产权重特征统计

资产名称	全周期权重均值	权重标准差	经济含义
沪深 300 指数	19.36%	4.85%	权益端核心贡献资产。大盘蓝筹指数作为权益市场的名义增长与盈利稳定性锚，直接反映经济基本面的整体变化，特别是政策托底下的名义增长预期。
中证 500 指数	16.44%	4.09%	中小盘成长指数，兼具政策弹性与流动性敏感度，是边际风险偏好的核心映射标的，能够反映经济增长的弹性与中小企业盈利预期，对经济周期的边际变化具备更高敏感度。
中证行业指数:可选消费	16.70%	3.53%	权重最稳定的权益资产。消费作为经济增长的核心拉动力，预期变化相对平稳，对因子的贡献更具持续性。此外，可选消费已由传统顺周期资产转为结构性修复资产，更多反应居民部门修复进程。
收盘价:沪铜指数	22.20%	5.99%	全周期权重最高的资产。铜作为工业金属之王，是经济增长的核心风向标，对工业需求的敏感度最高，权重波动幅度最大，随市场风险变化动态调整最显著。一方面，其价格同时嵌入 AI 数据中心、电力系统扩张与能源转型需求，是全球资本开支周期代理变量；另一方面，国内地产与传统基建需求偏弱压制价格上行斜率。
期货收盘价(连续):螺纹钢	13.50%	4.47%	在地产长周期下行后，黑色系价格主要刻画基建对冲力度、专项债与财政投放节奏，以及供给侧“反内卷”约束下的边际再平衡过程。
期货收盘价(活跃):焦煤	11.79%	5.57%	能源类核心商品，反映工业生产与全社会用电需求的强弱，是经济增长的基础同步指标。

资料来源：ifind，金融街证券研究所整理

说明：统计区间为 2006 年 1 月 1 日至 2026 年 6 月

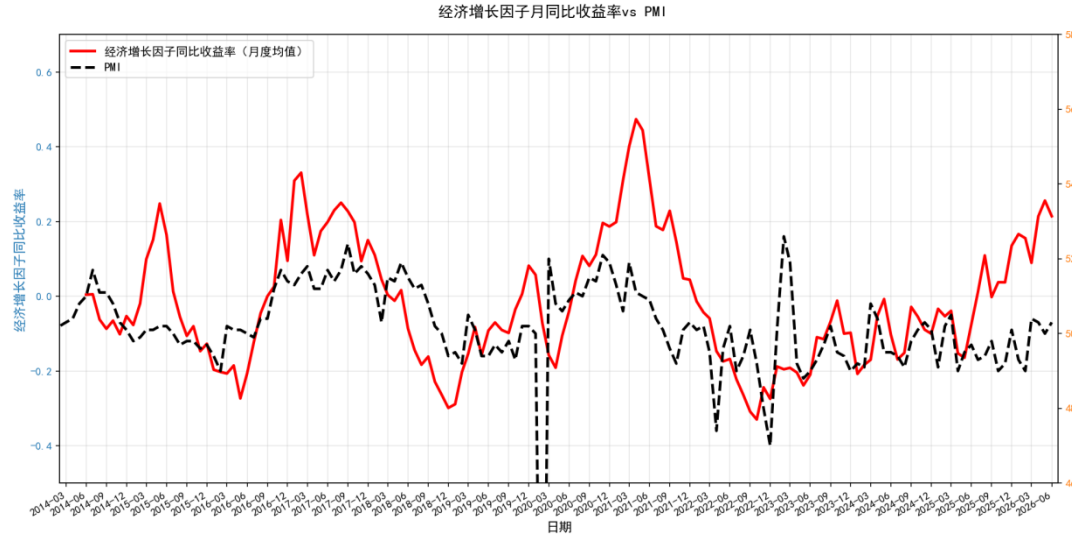
图 2：增长因子累计净值曲线走势与中国经济周期



资料来源：ifind，金融街证券研究所整理

说明：统计区间为 2006 年 1 月 1 日至 2026 年 6 月 30 日

图 3：增长因子月同比收益率 vs PMI



资料来源：ifind，金融街证券研究所整理

说明：统计区间为 2006 年 1 月 1 日至 2026 年 6 月 30 日

（二）通胀因子

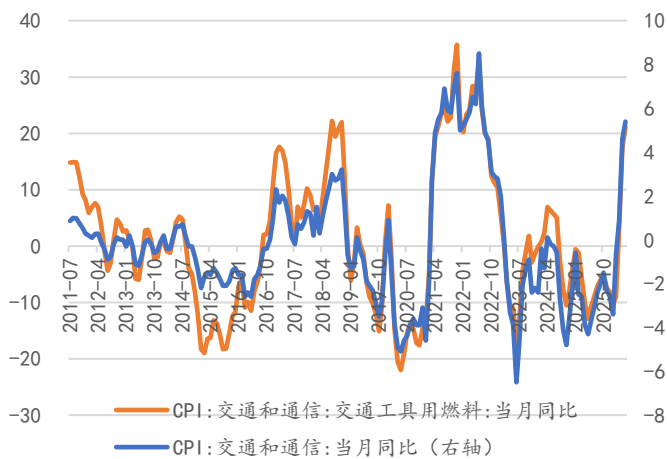
在通胀因子构建过程中，为了更贴近实际宏观统计口径，采用“60%CPI+40%PPI”的经验加权的综合通胀指标作为目标基准刻画。基于基准映射的分项资产结构，选取具有较高波动性和较强经济含义传导链条的关键分项进行代理映射。其中，CPI 中的交通和通信分项以及食品烟酒分项是通胀波动的主要贡献来源。交通和通信分项中，交通工具用燃料价格占据主导，其价格变化高度跟随国际原油价格，尤其与布伦特原油走势具有较强联动性。食品烟酒分项则主要受食品价格影响，而食品价格在中国通胀体系中高度依赖猪肉价格周期，因此猪肉价格可以作为食品通胀的关键领先指标。PPI 层面，其整体走势与工业品价格高度一致，具有明显的商品属性，其变化与大宗商品价格指数高度相关。经验上，南华商品指数等广义商品价格指数能够较好地刻画中国 PPI 的边际变化。因此模型选取原油、猪肉及商品指数等代表性资产作为底层通胀敏感资产。三类资产权重走势显示，各品种权重长期均维持在合理配置区间，无极端单边重仓现象。

模型回测结果显示，通胀因子整体能够较好刻画通胀周期的主要演变特征。2011-2015 年累计净值出现明显下探，这与该阶段 CPI 从高点持续回落、PPI 自 2012 年 3 月起转负并连续 54 个月负增长的历史事实高度吻合，反映出彼时产能过剩、大宗商品价格熊市对整体物价水平形成的持续下行压力；2016 年至 2019 年，因子净值自底部持续修复回升，主因是供给侧结构性改革推动去产能落地，钢铁、煤炭等上游行业价格快速反弹，PPI 由负转正并一度冲高至 7% 以上，随后叠加环保限产政策延续供给收缩逻辑，以及全球经济同步复苏带动外需回暖、棚改货币化支撑地产产业链需求，共同推动因子净值震荡上行；期间 2018 年下半年因中美贸易摩擦落地、外需转弱一度出现阶段性回调，但 2019 年下半年非洲猪瘟引发“猪周期”，CPI 结构性飙升，最终带动因子净值触及全周期高点；2020 年至 2026 年，因子净值总体呈现震荡格局，未形成持续性单边趋势，对应疫情冲击、全球供应链重构、能源价格波动及地缘政治等外生供给因素反复扰动，同时国内房地产进入调整周

期、终端需求恢复偏弱，传统由国内需求主导的通胀长周期特征明显减弱，通胀更多表现为全球供给冲击与国内需求变化共同作用下的阶段性修复与回落交替，整体呈现震荡运行特征。2024年四季度后，国内“反内卷”政策发力，通过整治部分行业非理性竞争、限产控价等方式对工业品价格形成阶段性支撑，因子净值一度明显反弹；但与2016年供给侧改革所开启的趋势性上行周期相比，本轮反弹的持续性明显偏弱。在**内需修复仍显不足**的背景下，**长周期再通胀持续性（即代表通胀状态的累计净值曲线上行）有待进一步验证**。

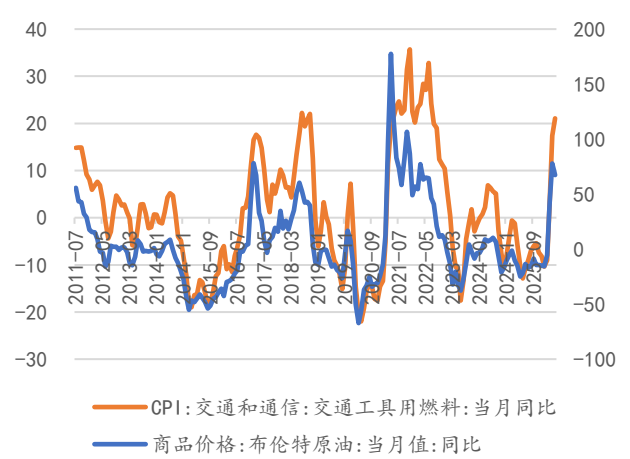
因子的累计净值同比曲线同样与传统宏观指标拟合通胀和平减指数走势具有高度相关性，2011年高点、2015年深度底部、2017年上行峰值、2020年疫情底部、2021年通胀大顶、2023年持续下行、2025-2026年阶段性反弹，等周期拐点上，三者拐点几乎一一对应。

图 4：CPI 交通分项 (%)



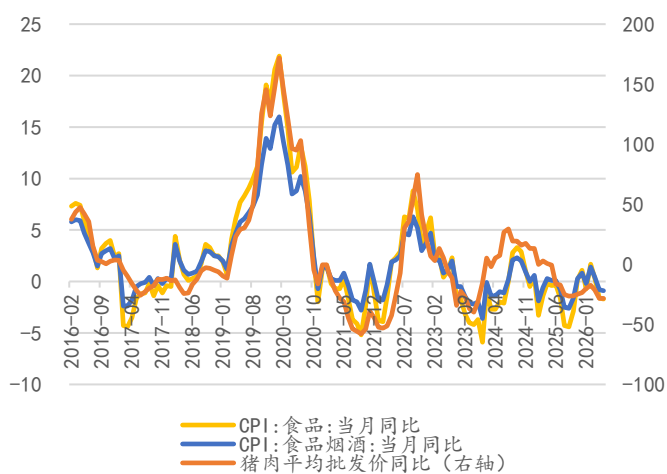
资料来源：ifind，金融街证券研究所

图 5：CPI 交通工具用燃料和布伦特原油价格走势 (%)



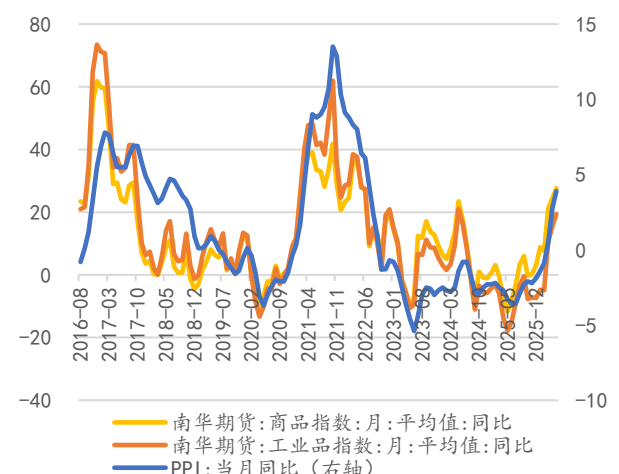
资料来源：ifind，金融街证券研究所

图 6：CPI 食品分项和猪肉价格走势 (%)



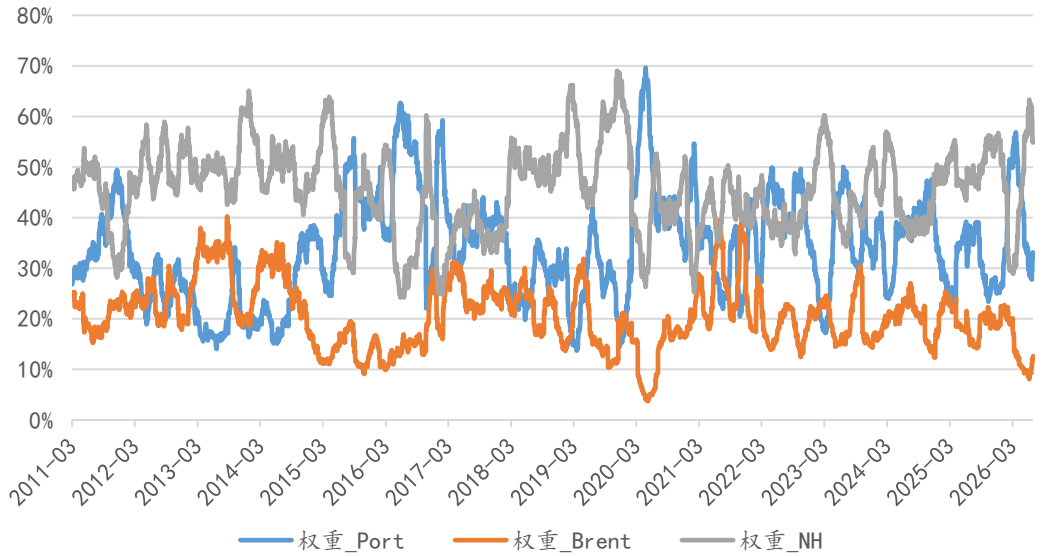
资料来源：ifind，金融街证券研究所

图 7：PPI 和 华南商品期货走势 (%)



资料来源：ifind，金融街证券研究所

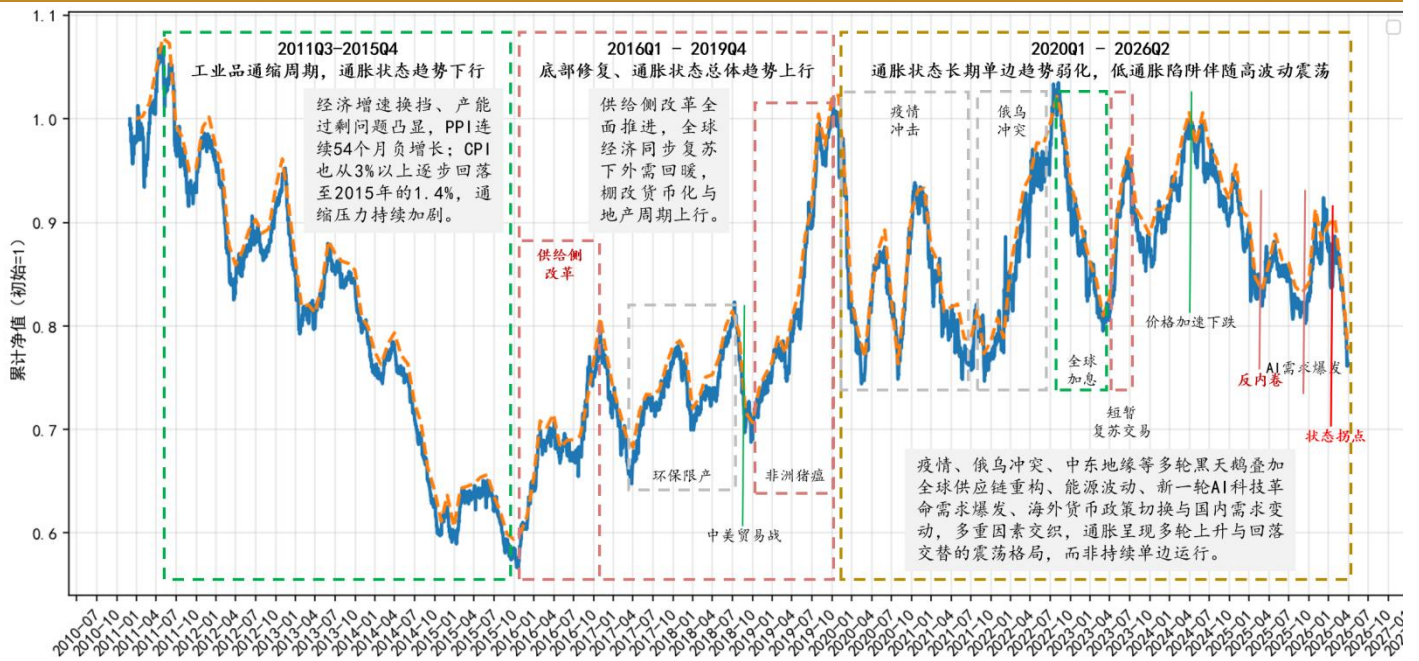
图 8：通胀因子资产权重 (%)



资料来源：ifind，金融街证券研究所整理

说明：统计区间为 2010 年 12 月 31 日至 2026 年 6 月 30 日

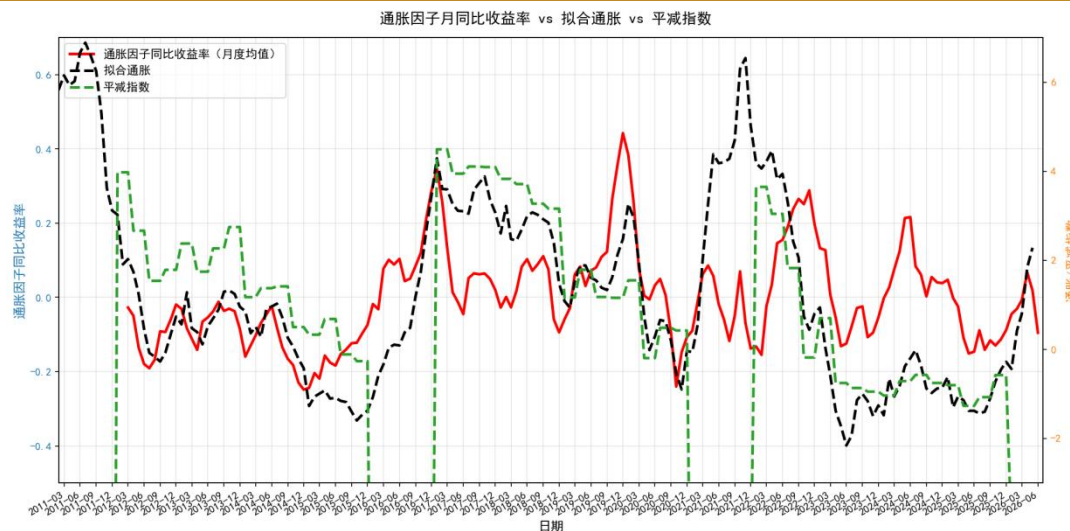
图 9：通胀因子累计净值曲线走势与中国通胀周期



资料来源：ifind，金融街证券研究所整理

说明：统计区间为 2010 年 12 月 31 日至 2026 年 6 月 30 日

图 10：经济增长因子月同比收益率 vs PMI



资料来源：ifind，金融街证券研究所整理

说明：统计区间为 2010 年 12 月 31 日至 2026 年 6 月 30 日

四、当前周期：增长状态上行，通胀状态承压

（一）增长：低位修复，方向向上，动能改善但依赖外需

2025 年下半年以来，增长因子累计净值斜率持续为正，已由过去的单边下行趋势转为低位修复，反映市场对未来经济增长预期不断改善，增长周期已由下行阶段转入修复阶段。同时，现阶段增长动量持续为正，表明增长改善趋势仍在延续，修复动能尚未衰减，经济增长状态有望进一步向历史中枢回归。但从累计净值的相对位置看，经济增长状态仍处于历史偏低区间，说明此次修复更多属于低基数上的边际改善，而非经济重新进入高景气扩张阶段，经济内生增长基础仍有待进一步巩固。

值得注意的是，当前资产价格隐含的增长动能明显强于官方 PMI 所反映的实体景气度，二者出现了阶段性背离。历史上，在 2016 年（全球量化宽松拉动总需求）和 2021 年（海外供应链受阻，全球订单向中国集中）时，修复的驱动力更加集中于外需相关产业链，结构性特征更为突出，均出现过因子动量大幅领先实体 PMI 的情形。本轮背离的底层逻辑与上述时期高度相似：前期全球 AI 产业链资本开支落地，带动相关外需订单脉冲式爆发，形成了短期供不应求的局面，中国凭借完整的产业链有一次承接住的需求的爆发。这种结构性的外需脉冲被高频的金融资产敏锐捕捉并充分定价。然而，由于本轮修复极度依赖外需链条，若后续海外需求边际走弱，缺乏广泛内需支撑的宏观经济将面临新一轮探底压力。

（二）通胀：方向重新转弱，表观数据存在“温差”

相比于增长维度较为确定的结构性修复，通胀维度的表征则更为复杂且严峻。通胀因子累计净值自 2012 年工业品下行周期以来长期运行于样本初始基准以下，说明过去十余年市场隐含的通胀状态整体仍处于偏弱区间。尽管近期受国际大宗商品价格上涨等输入型因素影响，官方数据显示 2026 年 5 月 PPI 同比回升至 3.9%、CPI 同比升至 1.2%，呈现出阶段性的再通胀特征，但累计净值已经重新形成明显下行斜率，意味着通胀状态已经重新进入下降阶段，去通胀压力尚未得到根本缓解。将前期价格上涨更多理解为全球商品价格上涨

及外部供给冲击带来的一次性输入型再通胀，则国内有效需求不足这一核心矛盾尚未发生根本改变，此前围绕资源品和上游工业品展开的再通胀交易正在逐步降温，短期内尚未看到需求侧驱动价格全面修复的迹象。与此同时，通胀动量重新转负，也表明，价格修复缺乏持续性，通胀下行压力重新积聚，未来价格中枢仍存在进一步回落风险。

（三）宏观经济或由弱复苏向低通胀扩张过渡

一季度，增长状态与通胀状态同步上行，经济处于复苏阶段。增长改善叠加 AI 需求带来的国际大宗商品价格上涨，共同推动市场形成再通胀交易，增长与价格预期同步修复。

进入二季度后，增长状态继续保持上行，表明经济修复趋势尚未逆转；但通胀状态重新转入下行，前期由外部供给冲击驱动的阶段性的再通胀逐步降温，国内需求不足仍制约价格持续修复。因此，经济已由复苏阶段演进至低通胀扩张阶段，即增长修复仍在延续，但价格修复动能有所减弱，宏观环境重新呈现“增长改善、通胀回落”的组合特征。

五、风险提示

海外需求超预期回落、经济增长不及预期、再通胀逻辑反转；模型基于历史数据构建，存在参数不稳定和历史规律失效的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjzq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上 增持--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20% 持有--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10% 卖出--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上 中性--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%-5% 弱于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数--沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作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。