

相关研究

《大类资产择时及行业观点月报
(2023.08)》2023.08.01

《大类资产择时及行业观点月报
(2023.07)》2023.07.05

《大类资产择时及行业观点月报
(2023.06)》2023.06.01

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@haitong.com

证书:S0850512080006

分析师:郑雅斌

Tel:(021)23219395

Email:zhengyb@haitong.com

证书:S0850511040004

分析师:黄雨薇

Tel:(021)23185655

Email:hyw13116@haitong.com

证书:S0850522070001

大类资产择时及行业观点月报 (2023.10)

投资要点:

- **大类资产 4 季度配置信号。**根据 2023 年 9 月底的最新数据, 信用利差和期限利差均发出收窄信号, Q4 宏观环境预测结果为 Inflation。
- **大类资产 10 月择时信号。**根据 2023 年 9 月底的最新数据, 股票市场 2023 年 10 月信号为中性, 其中汇率因子发出正向信号, 风险情绪因子发出负向信号。债券市场 2023 年 10 月信号为中性, 其中经济增长和利率因子均发出负向信号, 汇率和风险情绪因子均发出正向信号。
- **行业轮动 9 月表现。**使用行业历史基本面、预期基本面、情绪面、量价技术面、宏观经济等维度的因子对各行业打分, 分别构建复合因子策略及单因子多策略。9 月复合因子策略的超额收益为 0.92%; 单因子多策略的超额收益为-0.71%。
- **行业轮动 10 月观点。**单因子多策略推荐配置的多头行业为电子、食品饮料和计算机。复合因子策略推荐的多头行业为传媒、电力设备及新能源、家电、汽车和交通运输。
- **风险提示: 模型失效风险、因子失效风险、海外市场波动风险。**

目 录

1. 大类资产季度配置信号	5
2. 大类资产月度择时信号	5
3. 行业轮动月度观点	6

图目录

图 1	逆周期配置模型及股债 20-80 基准累计净值走势（截至 2023.09.28）	5
图 2	股债多头择时策略累计净值走势（截至 2023.09.28）	5
图 3	策略累计净值走势（截至 2023.09.28）	7

表目录

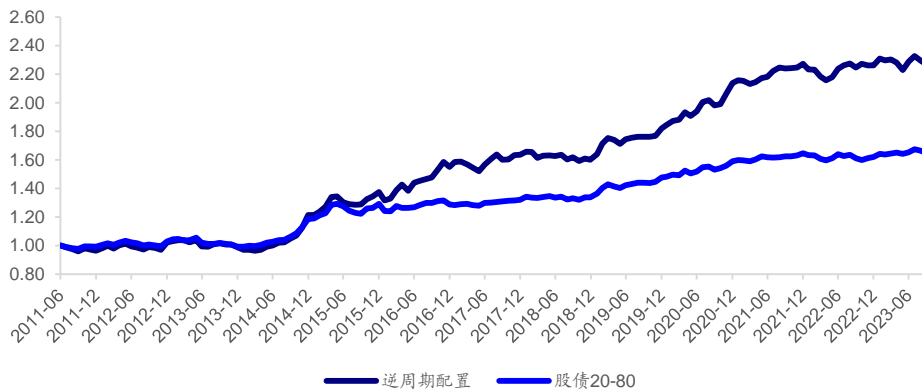
表 1	Wind 全 A 指数 10 月择时信号	6
表 2	中债国债总净价指数 10 月择时信号	6
表 3	行业轮动策略 2023 年收益	7
表 4	2023.10 最新推荐行业	7

1. 大类资产季度配置信号

在之前关于逆周期投资的研究报告¹中，我们借助代理变量预测未来的宏观环境，然后选择不同环境下表现最优的几类资产构建绝对收益组合。具体地，从逆周期视角出发，采用信用利差和期限利差分别对下个季度的经济增长和通货膨胀变化方向进行预判，并将宏观环境划分为 Growth、Inflation、Slowdown 三种阶段。

2023Q3，逆周期配置模型给出的宏观环境预测结果为 Growth，底层资产沪深 300、国证 2000、南华商品和中债国债总财富指数的配置比例依次为 30%、0%、0%、70%，涨幅依次为-3.98%、-6.66%、12.48%和 0.62%。根据 2023 年 9 月底的最新数据，信用利差和期限利差均发出收窄信号，Q4 宏观环境预测结果为 Inflation。以股债 20-80 为基准的逆周期策略累计净值如图 1 所示，具体内容可参考对应报告。

图1 逆周期配置模型及股债 20-80 基准累计净值走势（截至 2023.09.28）



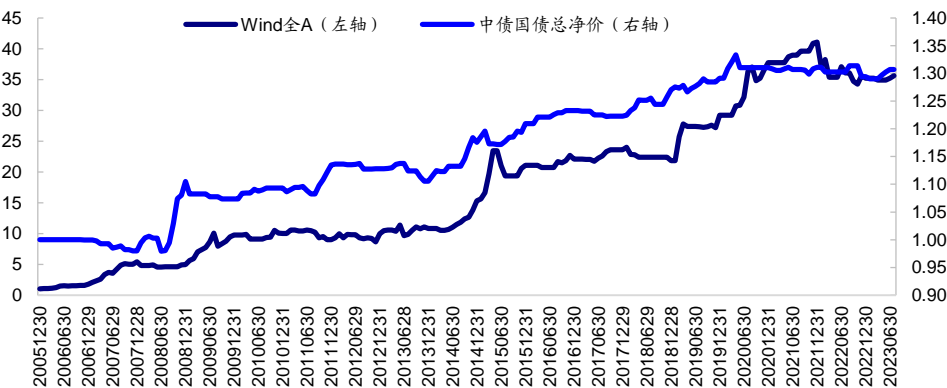
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：Growth 环境超配股票资产 10%（沪深 300，30%），Slowdown 环境低配股票资产 10%（国证 2000，10%），Inflation 环境维持股票基准配置比例（沪深 300，20%）。此外，Inflation 环境配置南华商品的比例为 30%。

2. 大类资产月度择时信号

在之前关于宏观对冲的系列研究报告中，我们从经济增长、通货膨胀、利率、汇率和风险情绪等多个维度出发构建了宏观动量模型，对股票、债券等大类资产进行月度择时。策略累计净值如图 2 所示，具体内容可参考对应报告。

图2 股债多头择时策略累计净值走势（截至 2023.09.28）



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：若择时信号为中性，按半仓计算收益。

根据 2023 年 9 月底的最新数据，股票市场 2023 年 10 月信号为中性，其中汇率因

¹ 详情参见报告《通往绝对收益之路（七）——左侧布局的逆周期投资》

子发出正向信号，风险情绪因子发出负向信号。

表 1 Wind 全 A 指数 10 月择时信号

大类因子	小类因子	影响方向	最新变化	分项信号	汇总信号
经济增长	官方制造业 PMI	1	1	1	0
经济增长	财新制造业 PMI	1	-1	-1	
通货膨胀	PPI 当月同比	-1	1	-1	0
通货膨胀	PPI 预期误差	-1	-1	1	
汇率	CFETS 人民币汇率指数	1	1	1	1
汇率	美元中间价	-1	-1	1	
利率	中债企业债到期收益率(AA):1 个月	-1	1	-1	0
利率	中债国开债到期收益率:10 年	1	1	1	
风险情绪	wind 全 A 前一个月收益率	1	-1	-1	-1
风险情绪	wind 全 A 120 日滚动波动率	-1	1	-1	
总信号					0

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：在随后的跟踪报告中，我们在股票和债券的择时因子库中添加美元中间价因子，与《通往绝对收益之路（一）——股债混合配置与衍生品对冲》中保持一致。

债券市场 2023 年 10 月信号为中性，其中经济增长和利率因子均发出负向信号，汇率和风险情绪因子均发出正向信号。

表 2 中债国债总净价指数 10 月择时信号

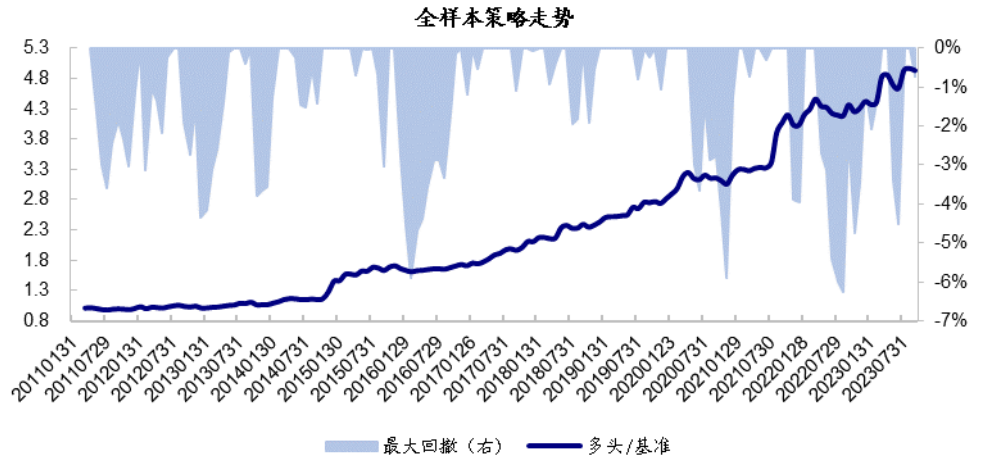
大类因子	小类因子	影响方向	最新变化	分项信号	汇总信号
经济增长	官方制造业 PMI	-1	1	-1	-1
经济增长	官方制造业 PMI 预期误差	-1	1	-1	
经济增长	工业增加值预期误差	-1	1	-1	
通货膨胀	CRB 指数	-1	-1	1	0
通货膨胀	CPI 当月同比	-1	1	-1	
汇率	CFETS 人民币汇率指数	1	1	1	1
汇率	美元中间价	-1	-1	1	
利率	中债国债到期收益率:2 年	-1	1	-1	-1
利率	中债国债到期收益率:5 年	-1	1	-1	
利率	中债国债到期收益率:10 年	-1	1	-1	
风险情绪	wind 全 A 前一个月收益率	-1	-1	1	1
风险情绪	wind 全 A 120 日滚动波动率	1	1	1	
总信号					0

资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 行业轮动月度观点

在之前关于行业轮动的系列研究报告中，我们分别针对行业历史基本面、预期基本面、情绪面、量价技术面、宏观经济等维度的因子，详细分析了不同因子对于行业轮动的效果和贡献以及因子整合后的复合策略最终结果。具体内容可参考对应详细报告。

截至到 2023 年 9 月底，在中信一级 30 个行业中，选择 5 个行业等权构建多头组合，相对等权基准的策略走势如下图。

图3 策略累计净值走势 (截至 2023.09.28)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们分别展示两种策略的业绩走势，分别是复合因子策略和单因子多策略。

表 3 行业轮动策略 2023 年收益

复合因子策略			
9月绝对收益	9月超额收益	2023年绝对收益	2023年超额收益
0.18%	0.92%	-3.69%	-3.73%
单因子多策略			
9月绝对收益	9月超额收益	2023年绝对收益	2023年超额收益
-1.45%	-0.71%	11.70%	11.77%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

最新推荐行业排序如下:

表 4 2023.10 最新推荐行业

单因子多策略			
电子	食品饮料	计算机	
复合因子策略			
排名	行业名称	排名	行业名称
1	传媒	16	商贸零售
2	电力设备及新能源	17	综合金融
3	家电	18	石油石化
4	汽车	19	电力及公用事业
5	交通运输	20	建筑
6	计算机	21	银行
7	通信	22	钢铁
8	纺织服装	23	基础化工
9	电子	24	有色金属
10	轻工制造	25	建材
11	国防军工	26	消费者服务
12	机械	27	煤炭
13	食品饮料	28	农林牧渔
14	综合	29	房地产
15	医药	30	非银行金融

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 模型失效风险、因子失效风险、海外市场波动风险。

信息披露

分析师声明

冯佳睿 金融工程研究团队
郑雅斌 金融工程研究团队
黄雨薇 金融工程研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。