

## 金工专题报告 20250401

# 基于宏观风险因子的大类资产轮动模型绩效月报 20250331

2025年04月01日

证券分析师 高子剑

执业证书: S0600518010001  
021-60199793  
gaozj@dwzq.com.cn

研究助理 刘静恒

执业证书: S0600123070085  
liujingheng@dwzq.com.cn

### 相关研究

《从微观出发的风格轮动月度跟踪 202504》

2025-03-31

《基于技术指标的指数仓位调整月报 202504》

2025-03-31

- **基于宏观风险因子的大类资产轮动模型绩效:** 2011年1月至2023年12月, 模型年化收益率 9.93%, 年化波动率 6.83%。夏普比率 1.45, 最大回撤率 6.31%, 在控制了高风险资产仓位的情况下取得近 10% 的年化收益, 收益、风险、回撤控制方面表现都非常优秀。
- **上月模型收益统计:** 本策略 2025 年 3 月的收益率为 0.5%。本策略 2025 年 3 月看多商品、黄金, 对小盘股、大盘股、债券资产保持谨慎观点。模型给出的风险配比为大盘股: 小盘股: 债券: 商品 (非黄金): 黄金=1: 1: 0.25: 2: 1, 最终配置了 5.62% 的大盘股, 3.20% 的小盘股, 66.85% 的债券, 13.86% 的商品和 10.47% 的黄金。模型捕捉到了黄金的强势期, 但是由于基准风险配比设置较为保守, 最终配置的黄金资产仓位不够高, 导致超额收益不明显。
- **最新宏观状态判断:** 根据 2025 年 3 月底最新的宏观风险因子状态, 我们认为当前处于**复苏、紧利率宽信用、汇率因子上行、期限利差因子上行**的阶段。
- **次月配置建议:** 我们根据最新的宏观因子状态给出 4 月配置观点, **看多商品、黄金, 对小盘股、大盘股、债券资产保持谨慎观点**。模型给出的风险配比为大盘股: 小盘股: 债券: 商品 (非黄金): 黄金=1: 1: 0.25: 2: 1, 最终配置了 5.93% 的大盘股, 3.47% 的小盘股, 64.79% 的债券, 14.82% 的商品和 10.99% 的黄金。
- **风险提示:** 模型所有统计结果均基于历史数据, 未来市场可能发生重大变化; 单一模型可能存在风险, 实际应用需结合资金管理、风险控制等方法; 模型测算可能存在相对误差, 不构成实际投资建议。

## 内容目录

1. 模型回顾：基于宏观风险因子的大类资产配置模型 .....	4
1.1. 宏观风险因子体系 .....	4
1.2. 大类资产投资时钟规律梳理 .....	4
1.3. 相位判断法改善拐点 .....	6
1.4. “时钟+拐点改善法” 大类资产轮动模型 .....	7
2. 绩效回顾（2025年3月） .....	9
2.1. 本月表现 .....	9
2.2. 下月观点 .....	9
3. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 增长—通胀投资时钟.....	5
图 2: 利率—信用投资时钟.....	5
图 3: 因子动量法识别拐点存在滞后.....	6
图 4: “时钟+拐点改善法”大类资产轮动模型的净值走势.....	7
图 5: 2025 年 3 月各大类资产净值走势.....	9
表 1: 宏观风险因子概览.....	4
表 2: 大类资产指数选取.....	5
表 3: 宏观状态对于大类资产的观点（投资时钟模型）.....	5
表 4: “时钟+拐点改善法”大类资产轮动模型的绩效评价指标.....	8
表 5: 2025 年 3 月配置情况.....	9
表 6: 2025 年 3 月宏观风险因子状态.....	10
表 7: 2025 年 4 月配置观点.....	10

## 1. 模型回顾：基于宏观风险因子的大类资产配置模型

此部分仅作要点回顾，内容详情请见东吴金工 2024 年 2 月 1 日发表的报告《“宏观量化”系列研究（一）：宏观风险因子构建与大类资产配置应用》：

### 1.1. 宏观风险因子体系

我们利用宏观数据和资产组合构建了包括经济增长、通胀、利率、汇率、信用、期限利差六个因子的宏观风险模型。这一模型全面刻画了宏观经济的多个方面，提供了更全面的风险视角。各因子具体构建方法如下：

表1：宏观风险因子概览

宏观风险	所需指标	是否滞后	处理方式	合成方法	上行意义
经济增长	工业增加值同比(M0000545)	1	HP 滤波		
	PMI(M0017126)	0	同比, HP 滤波	波动率倒数加权	经济上行
	社会消费品零售总额同比(M0001428)	1	HP 滤波		
通胀	PPI 同比(M0001227)	1	HP 滤波		
	CPI 同比(M0000612)	1	HP 滤波	波动率倒数加权	通胀上行
利率	中债-国债总财富(1-3 年)指数(CBA00621.CS)	0		等权构造投资组合, 计算净值同比收益率	利率下降, 宽货币环境
	中证货币基金指数(H11025.CSI)	0			
汇率	多头: 上海金(AU9999.SGE)	0		构造等权多空投资组合, 计算净值同比收益率	直接标价法下汇率上升, 人民币贬值
	空头: 伦敦金现(SPTAUUSDOZ.IDC)	0			
信用	多头: 中债-企业债 AAA 指数(CBA04231.CS)	0		构造久期中性的投资组合, 计算净值同比收益率	信用利差走阔, 紧信用环境
	空头: 中债-国债总指数(CBA00631.CS)	0			
期限利差	多头: 中债-中短期债券财富(总值)指数(CBA00701.CS)	0		构造久期中性的投资组合, 计算净值同比收益率	期限利差走阔
	空头: 中债-长期债券财富(总值)指数(CBA00801.CS)	0			

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.2. 大类资产投资时钟规律梳理

为了捕捉宏观因子之间的联动效应，我们引入了“美林时钟（增长—通胀时钟）”和“利率—信用时钟”模型。我们统计了各类资产在不同时钟状态下的表现，结论与国外市场基本一致：

(1) 从“增长—通胀时钟”的角度来看，复苏期和过热期均利好股票和商品，利空债券，滞涨期和衰退期利好债券和黄金，利空股票和商品。

(2) 从“利率—信用时钟”的角度来看，宽利率阶段均利好债券，利空股票，紧利

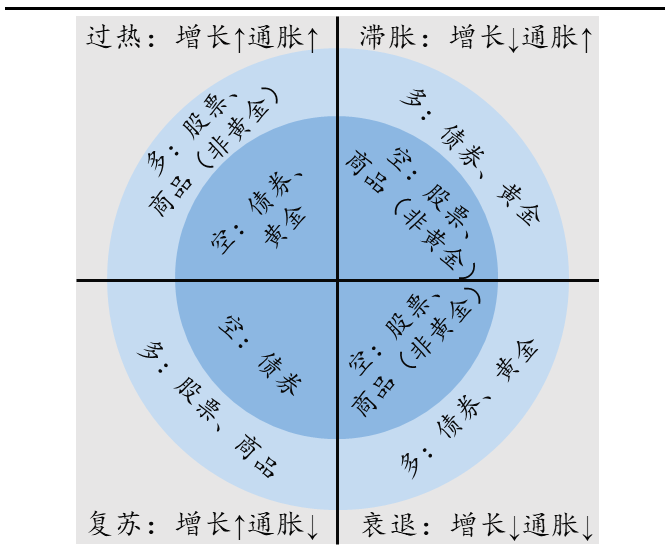
率宽信用阶段利好股票，利空债券。值得注意的是，紧利率紧信用阶段，大盘股表现欠佳，小盘股仍有不错的表现。

表2: 大类资产指数选取

大类资产	指数名称	指数代码	合成方式
大盘股	上证 50	000016.SH	等权
	沪深 300	000300.SH	
小盘股	国证 2000	399303.SZ	等权
	创业板指	399006.SZ	
债券	中债-国债总财富	CBA00601.CS	
商品（非黄金）	南华金属指数	NH0400.NHF	等权
	南华能化指数	NH0500.NHF	
	ICE 布油	B.IPE	
黄金	SGE 黄金 9999	AU9999.SGE	

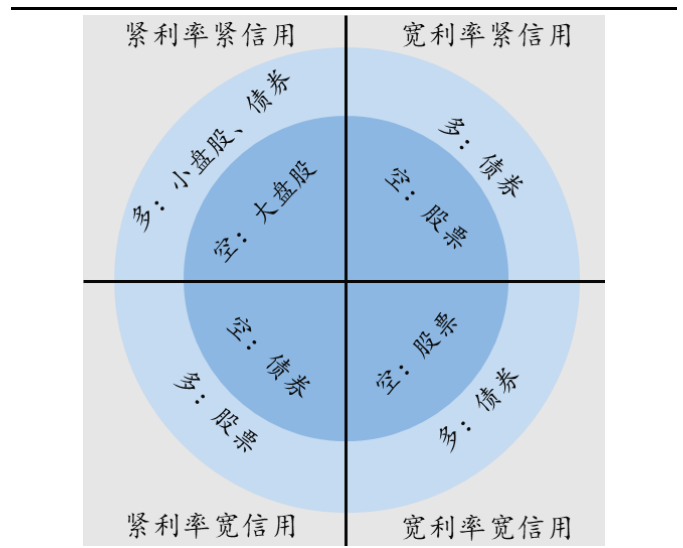
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 增长—通胀投资时钟



数据来源: 东吴证券研究所

图2: 利率—信用投资时钟



数据来源: 东吴证券研究所

我们根据上述投资时钟展现出来的规律，量化地给出了不同时钟状态下对于各资产的观点。我们设置了[-2, 2]共五个档位，其中 2 代表极度看好，-2 代表极度看空，中间以此类推。另外，由于商品和黄金并非现金流定价的逻辑，我们尽量不让信用风险因子和利率风险因子对其给出观点，只有在紧利率宽信用环境下，商品和黄金相对于其他状态下表现尤为突出，我们才给出了看多的观点。

表3: 宏观状态对于大类资产的观点（投资时钟模型）

	大盘股	小盘股	债券	商品（非黄金）	黄金
复苏	2	2	-2	2	1
过热	1	2	-2	1	-2
滞胀	-2	-2	2	-2	2

衰退	-2	-2	2	-2	1
宽利率宽信用	-2	-2	2	0	0
宽利率紧信用	-2	-2	2	0	0
紧利率宽信用	2	2	-2	2	2
紧利率紧信用	-2	2	2	0	0
汇率上行	-1	-1	1	-1	-1
汇率下行	1	1	-1	1	1
期限利差上行	-1	-1	1	-1	0
期限利差下行	1	1	-1	1	0

数据来源：东吴证券研究所

### 1.3. 相位判断法改善拐点

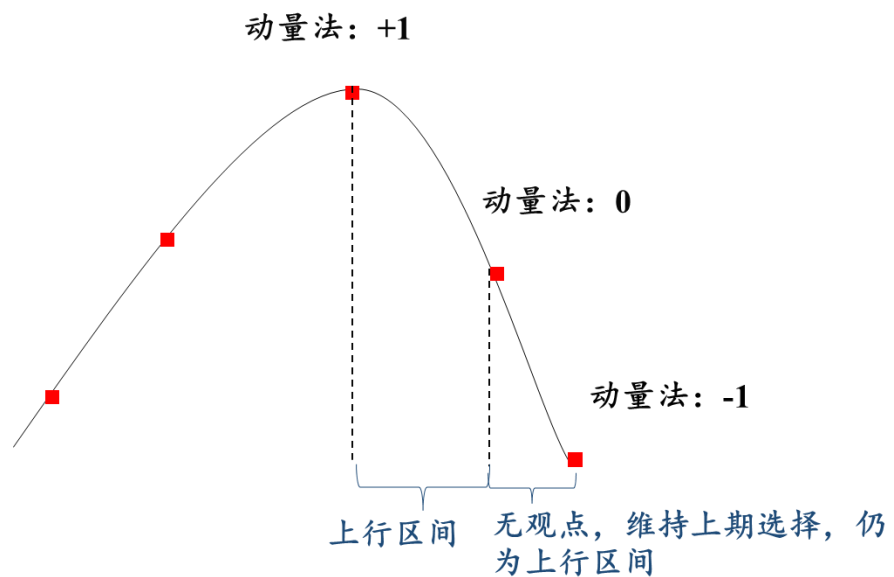
我们用因子动量法识别宏观风险因子的上/下行状态，其定义为：

$$Momentum_t = X_t - \frac{1}{3}(X_{t-1} + X_{t-2} + X_{t-3})$$

因子动量连续两期为正，我们认为因子上行；因子动量连续两期为负，我们认为因子下行；其他情况下不给出观点，默认延续上期状态。

为了过滤短期噪声的干扰，防止宏观风险因子状态频繁切换，连续两期动量同向才会发出信号，但是这样做的代价就是我们直接战略性放弃了拐点。再加之我们只能用当前状态去预测下一期状态，我们对于拐点的判断就会滞后两期，这两期的错误配置决策会大大摊薄我们的模型收益。

图3：因子动量法识别拐点存在滞后



数据来源：东吴证券研究所

我们研究发现，宏观风险因子均受到 38 个月周期的共同驱动。因此，我们定义相

**位判断法**来判断宏观风险因子的状态，核心思想就是观察当前因子处于 38 个月周期的什么阶段。

我们用 38 个月为周期构造正弦波，滚动拟合宏观因子，判断当前所属相位。我们将滚动拟合窗口设定为 50 个月，过长或者过短的窗口都会导致我们无法正确定位初相位，对最终的识别结果造成影响。我们根据周期特征，将 $[-\frac{\pi}{3}, \frac{\pi}{3}]$ 和 $[\frac{2\pi}{3}, \frac{4\pi}{3}]$ 称为上行区域和下行区域，剩下的 $[\frac{\pi}{3}, \frac{2\pi}{3}]$ 和 $[-\frac{2\pi}{3}, -\frac{\pi}{3}]$ 称为顶部区域和底部区域。具体判断规则如下：

- (1) 当相位处于上行区间时，给出因子上行观点 (+1)。
- (2) 当相位处于下行区间时，给出因子下行观点 (-1)。
- (3) 当相位处于顶部区间时，若宏观因子相较于上期继续上行，则维持因子上行观点 (+1)，否则无法给出观点 (0)。
- (4) 当相位处于底部区间时，若宏观因子相较于上期继续下行，则维持因子下行观点 (-1)，否则无法给出观点 (0)。

因子动量法善于捕捉因子的短期趋势，相位判断法对短期趋势的判断不够灵敏，但是在拐点识别处较有优势，有时甚至能对拐点进行偏左侧的预判。因此，我们融合两种方法的优点，以因子动量法为主，在疑似出现拐点导致因子动量法无法给出观点时，我们用相位判断法给出观点。

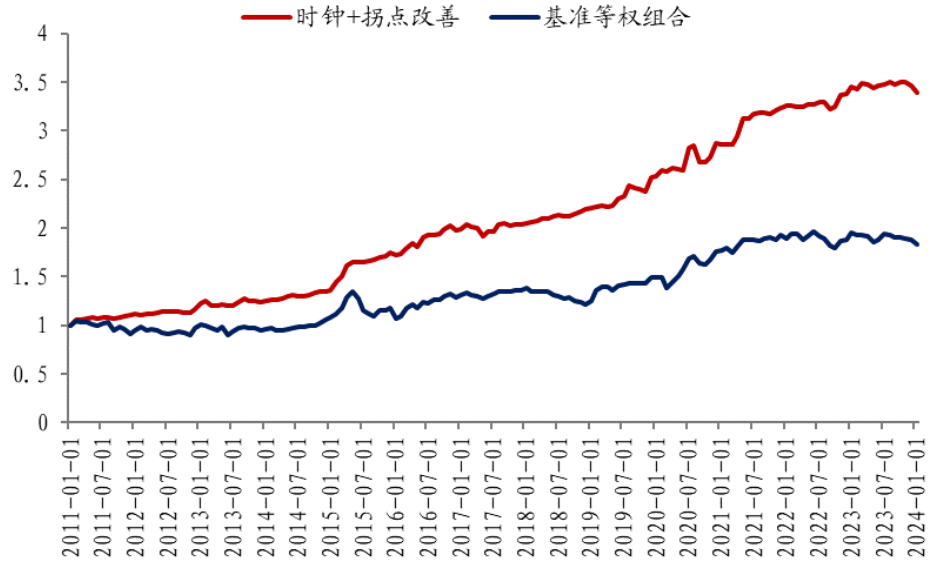
#### 1.4. “时钟+拐点改善法” 大类资产轮动模型

基于以上研究，我们构建了“时钟+拐点改善法” 大类资产轮动模型，具体细节如下：

- (1) 我们无法预知下个月的宏观因子状态，但是宏观经济状况很少发生频繁的状态切换，因此我们假设下个月各个因子均延续本月状态。
- (2) 我们根据各个宏观风险因子所处的状态，计算截面上各个资产的总得分。
- (3) 引入风险预算模型，各资产的初始风险配比为大盘股：小盘股：债券：商品：黄金=1: 1: 1: 0.5: 0.5，在此基础上根据总得分进行调整，每有一分正的得分则风险配比翻倍，每有一分负的得分则风险配比减半。
- (4) 回测区间：2011 年 1 月—2023 年 12 月。

该策略的净值走势和绩效指标如下：

**图4：“时钟+拐点改善法” 大类资产轮动模型的净值走势**



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表4：“时钟+拐点改善法”大类资产轮动模型的绩效评价指标

	时钟+拐点改善	基准等权组合
总收益率	242.45%	83.59%
年化收益率	<b>9.93%</b>	4.78%
年化波动率	6.83%	10.99%
年化夏普比率	<b>1.45</b>	0.43
最大回撤率	6.31%	20.63%
胜率	73.08%	55.77%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

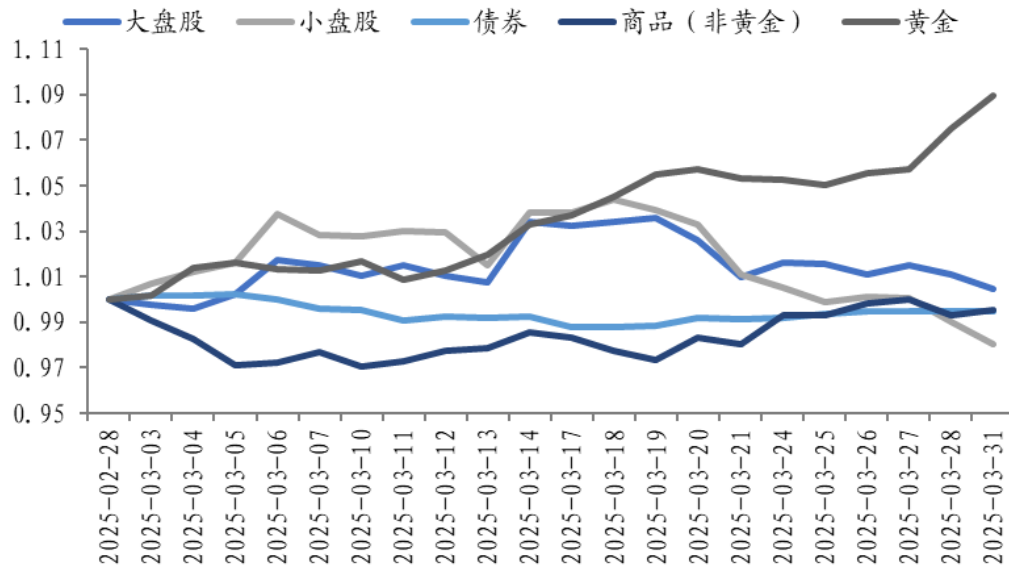
最终经过优化的“时钟+拐点改善法”大类资产轮动模型年化收益率 9.93%，年化波动率 6.83%。夏普比率 1.45，最大回撤率 6.31%，在控制了高风险资产仓位的情况下取得近 10%的年化收益，收益、风险、回撤控制方面表现都非常优秀。

## 2. 绩效回顾（2025年3月）

### 2.1. 本月表现

本月除了黄金，大部分资产表现不佳。大盘股（+0.47%）和小盘股（-1.95%）均先涨后跌，债券（-0.51%）和非黄金类商品（-0.44%）均小幅下跌。黄金（+8.95%）延续了上月的强势一路走高，金价已经突破历史新高点。

图5：2025年3月各大类资产净值走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

本策略2025年3月看多商品、黄金，对小盘股、大盘股、债券资产保持谨慎观点。模型给出的风险配比为大盘股：小盘股：债券：商品（非黄金）：黄金=1：1：0.25：2：1，最终配置了5.62%的大盘股，3.20%的小盘股，66.85%的债券，13.86%的商品和10.47%的黄金。本策略2025年2月的收益率为0.5%，等权基准组合的收益率为1.3%，超额收益为-0.8%。模型捕捉到了黄金的强势期，但是由于基准风险配比设置较为保守，最终配置的黄金资产仓位不够高，导致超额收益不明显。

表5：2025年3月配置情况

	大盘股	小盘股	债券	商品（非黄金）	黄金
配置比例	5.62%	3.20%	66.85%	13.86%	10.47%
风险配比	1	1	0.25	2	1

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2.2. 下月观点

2025年3月底的宏观风险因子状态较上期未发生变化；“增长-通胀”时钟状态继续保持为复苏，“利率-信用”时钟状态保持为紧利率宽信用，汇率因子和期限利差因子保

持上行。

我们根据 2025 年 3 月底的宏观因子状态给出 2025 年 4 月配置观点，**看多商品、黄金，对小盘股、大盘股、债券资产保持谨慎观点**。模型给出的风险配比为大盘股：小盘股：债券：商品（非黄金）：黄金=1：1：0.25：2：1，最终配置了 5.93%的大盘股，3.47%的小盘股，64.79%的债券，14.82%的商品和 10.99%的黄金。

表6：2025 年 3 月宏观风险因子状态

	经济增长	通胀	利率	信用	汇率	期限利差
方向	↑	↓	↓	↓	↑	↑
状态	复苏		紧利率宽信用		汇率上行	期限利差上行

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表7：2025 年 4 月配置观点

	大盘股	小盘股	债券	商品（非黄金）	黄金
配置比例	5.93%	3.47%	64.79%	14.82%	10.99%
风险配比	1	1	0.25	2	1

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 风险提示

（1）**未来市场风险变化**：本报告所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化。

（2）**单一模型风险**：单一模型可能存在风险，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（3）**数据测算误差风险**：模型测算可能存在相对误差，不构成实际投资建议。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>