



量化配置视野

金融工程组

 分析师：高智威 (执业 S1130522110003)
 gaozhiw@gjzq.com.cn

 分析师：许坤圣 (执业 S1130524110001)
 xukunsheng@gjzq.com.cn

 联系人：胡正阳
 huzhengyang1@gjzq.com.cn

四月股债模型提升债券配置比例

市场概况

过去一个月，国内各资产指数两级分化。股票方面各指数部分上涨，其中万得微盘股涨幅最大，为 1.93%，上证 50 上涨 1.01%，沪深 300 下跌-0.07%，中证 2000、中证 1000、中证 500 和万得全 A 均下跌，分别为下跌-1.11%、-0.70%、-0.02%和-0.40%。债券方面，3 月份各期限债券指数部分上涨。其中，3-5 年国债指数月涨幅最高，为 0.33%，1 年以下信用债指数、1-3 年国债指数和 3-5 年国债指数分别上涨 0.26%、0.03%和 0.02%。7-10 年国债指数和 7-10 年信用债指数分别下跌-0.46%和-0.04%。商品方面，3 月份南华分类商品指数部分上涨，其中贵金属涨幅最大，为 8.23%，农产品和有色金属分别上涨 0.59%和 2.52%。能化和黑色分别下跌-3.12%和-4.20%。

经济增长方面，经济运行增速提升。领先公布的 3 月中采制造业 PMI 报 50.5%，较上月上升 0.3%。从细分项上看，生产和需求端都回暖了。生产细项 3 月报 52.6%，较上个月上行 0.1%；新订单细项 3 月份报 51.8%，较上个月上行 0.7%。表明制造业企业生产活动加快，制造业市场需求景气水平继续改善。

通胀方面，通胀从底部逐步回升，但仍存在结构性波动。2 月 PPI 同比报-2.2%，较上个月上升 0.1%。而 2 月 CPI 同比为-0.7%，较上月下降-1.2%，2 月 CPI 环比为-0.2%。

信用方面，2 月份社会融资规模存量同比报 8.2%，较上月上升 0.2%。从新增社融来看，信用情况有所回升，2 月报 22333 亿元，较去年同期上行 6506 亿元。2 月份 M1 同比数据报 0.1%，较上月下降 0.3%；2 月份 M2 同比数据报 7%，较上个月维持不变；2 月份 M1-M2 剪刀差为-6.9%，较上月下降 0.3%。

货币方面，国债利率曲线整体较上个月均上升。10 年国债利率、7 年国债利率和 5 年国债利率分别上升 9.77BP、5.14BP 和 4.82BP，6 个月国债利率、3 个月国债利率和 1 个月国债利率分别下降-3.54BP、-8.96BP 和-3.85BP，3 年国债利率、2 年国债利率、1 年国债利率和 9 个月国债利率分别上涨 8.78BP、14.1BP、7.82BP 和 1.68BP。如果我们从 7 天银行间质押式回购加权利率来观察短端银行间市场流动性的话，发现 DR007 利率 20 个交易日移动平均值有所下降，短端流动性有所放松。

人工智能全球大类资产配置模型观点

4 月份全球大类资产配置策略建议权重国债指数 (63.56%) 和纳斯达克指数 (24.16%)。其中纳斯达克指数明显提升 (从 0%上升到 24.16%)，而国债指数和恒生指数权重往下调整。3 月全球大类资产配置策略月涨跌幅分别为 0.72%，基准策略月涨跌幅为 1.59%。

股债配置模型观点

股债配置方面，基于宏观择时模块和风险预算模型框架完成了的三个股债配置模型权重的输出，4 月份进取型、稳健型和保守型的股票权重为 25%、13.73%和 0%。拆分来看，模型对 4 月份经济增长层面信号强度为 0%；而货币流动性层面信号强度为 50%。3 月份配置模型表现良好，进取型、稳健型和保守型月涨跌幅分别为-0.27%、-0.24%和-0.22%。

红利风格择时配置模型观点

对于红利择时判断方面，红利择时模型给出的 4 月份中证红利推荐仓位为 100%。其中经济增长维度指标多数发出看空信号，货币流动性信号较为积极，最终合成信号为 100%。择时策略整体表现稳定，其年化收益率 16.86%，最大回撤-21.22%，夏普比率 0.95，相较于中证红利全收益指数有明显提高。

风险提示

以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在政策、市场环境发生变化时模型存在失效的风险。



内容目录

一、市场概况.....	4
二、市场环境解析.....	4
2.1 经济增长分析.....	4
2.2 货币流动性分析.....	6
三、基于人工智能全球大类资产配置模型策略观点与表现.....	7
四、基于动态宏观事件因子的股债轮动配置策略观点与表现.....	8
五、基于红利风格择时配置策略观点与表现.....	9
风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 各资产过去一个月涨跌幅(截至 20250331).....	4
图表 2: 股票资产过去一个月净值走势(截至 20250331).....	4
图表 3: 债券资产过去一个月净值走势(截至 20250331).....	4
图表 4: 商品资产过去一个月净值走势(截至 20250331).....	4
图表 5: 工业增加值、社零和固定资产投资完成额同比(%).....	5
图表 6: 进出口同比走势(%).....	5
图表 7: 中采制造业 PMI 细项数据(%).....	5
图表 8: 工业企业: 利润总额: 累计同比(%).....	5
图表 9: PPI 同比和环比(%).....	6
图表 10: CPI 同比和环比(%).....	6
图表 11: M1 与 M2 同比(%).....	6
图表 12: 社会融资规模存量: 同比(%).....	6
图表 13: 新增社会融资规模和新增人民币贷款细项(亿元).....	6
图表 14: 新增社会融资规模和新增人民币贷款较去年同期差额(亿元).....	6
图表 15: 中国国债利率走势(%).....	7
图表 16: 中国国债利率期限结构变化(%).....	7
图表 17: 逆回购利率与银行间质押式回购加权利率(%).....	7
图表 18: 1 天与 7 天银行间质押式回购加权利率(%).....	7
图表 19: 全球大类资产配置策略近期月度收益率.....	8
图表 20: 全球大类资产配置策略模块最新观点(截至 4 月 1 日).....	8
图表 21: 全球大类资产配置策略净值.....	8
图表 22: 全球大类资产配置策略表现.....	8
图表 23: 宏观权益择时模块最新观点(截至 3 月 31 日).....	8
图表 24: 不同风险偏好的股债配置模型权重.....	9
图表 25: 不同风险偏好的股债配置模型近期月度表现.....	9
图表 26: 各细分因子信号展示.....	9
图表 27: 宏观事件因子配置策略净值.....	9
图表 28: 宏观事件因子配置策略表现.....	9



图表 29: 基于红利风格择时策略主要指标.....	10
图表 30: 基于红利风格择时策略净值走势.....	10
图表 31: 动态宏观事件因子近期给出择时信号.....	10



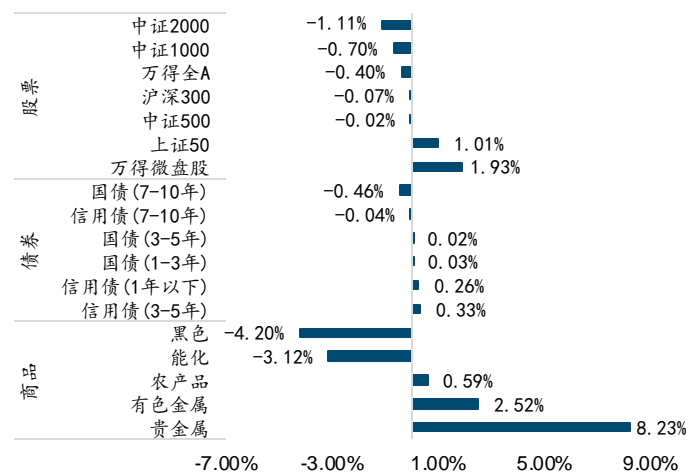
一、市场概况

过去一个月，国内各资产指数两级分化。股票方面各指数部分上涨，其中万得微盘股涨幅最大，为 1.93%，上证 50 上涨 1.01%，沪深 300 下跌-0.07%，中证 2000、中证 1000、中证 500 和万得全 A 均下跌，分别为下跌-1.11%、-0.70%、-0.02%和-0.40%。

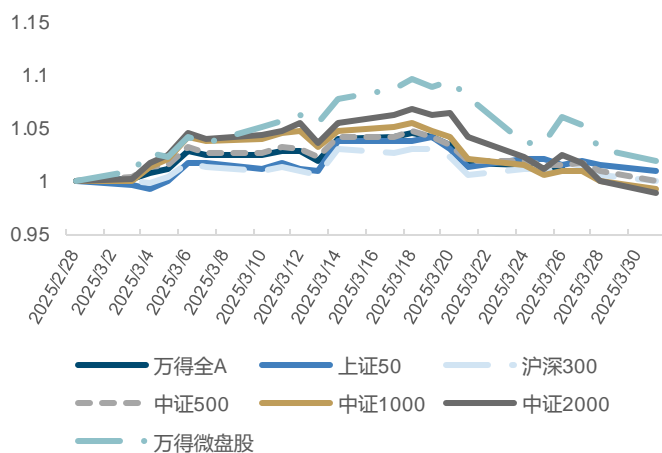
债券方面，3 月份各期限债券指数部分上涨。其中，3-5 年国债指数月涨幅最高，为 0.33%，1 年以下信用债指数、1-3 年国债指数和 3-5 年国债指数分别上涨 0.26%、0.03%和 0.02%。7-10 年国债指数和 7-10 年信用债指数分别下跌-0.46%和-0.04%。

商品方面，3 月份南华分类商品指数部分上涨，其中贵金属涨幅最大，为 8.23%，农产品和有色金属分别上涨 0.59%和 2.52%。能化和黑色分别下跌-3.12%和-4.20%。

图表1: 各资产过去一个月涨跌幅(截至 20250331)



图表2: 股票资产过去一个月净值走势(截至 20250331)

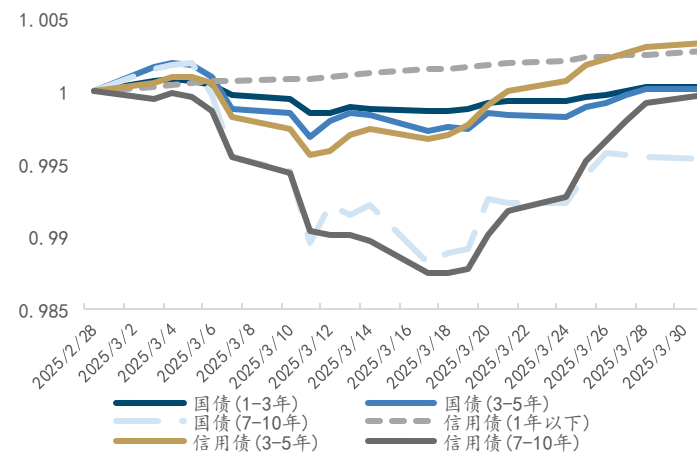


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

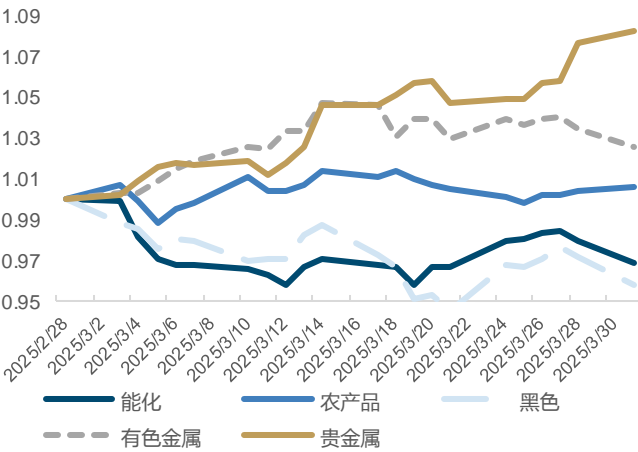
注: 债券指数用的是中债总财富系列指数, 商品用的是南华商品指数

图表3: 债券资产过去一个月净值走势(截至 20250331)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 商品资产过去一个月净值走势(截至 20250331)



来源: Wind, 国金证券研究所

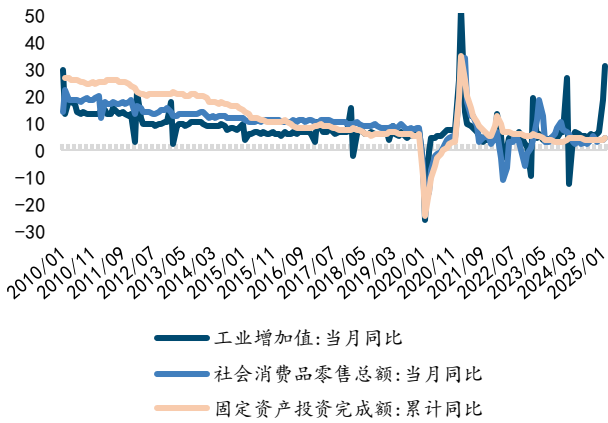
二、市场环境解析

2.1 经济增长分析

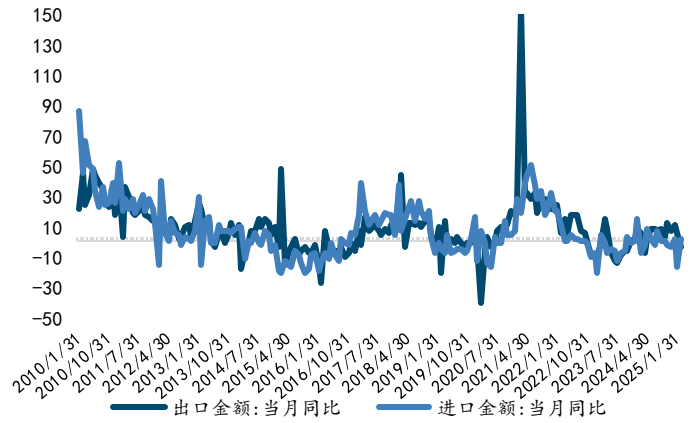
经济增长方面，经济运行增速提升。领先公布的 3 月中采制造业 PMI 报 50.5%，较上月上升 0.3%。从细分项上看，生产和需求端都回暖了。生产细项 3 月报 52.6%，较上个月上行 0.1%；新订单细项 3 月份报 51.8%，较上个月上行 0.7%。表明制造业企业生产活动加快，制造业市场需求景气水平继续改善。



图表5: 工业增加值、社零和固定资产投资完成额同比(%)



图表6: 进出口同比走势(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

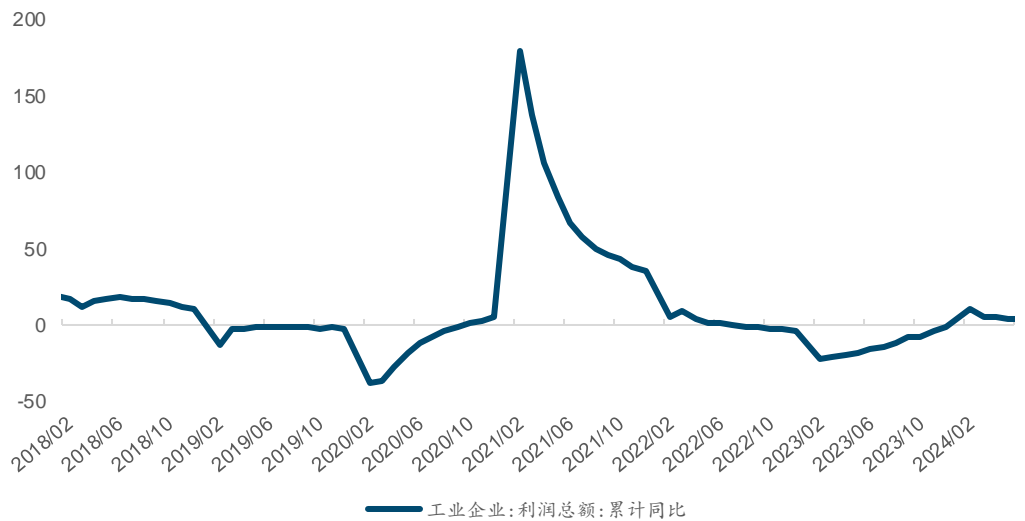
来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 中采制造业PMI 细项数据(%)

大类	名称	2024-11-30	2024-12-31	2025-01-31	2025-02-28	2025-03-31	差额
生产	生产	52.4	52.1	49.8	52.5	52.6	0.1
	新订单	50.8	51	49.2	51.1	51.8	0.7
需求	新出口订单	48.1	48.3	46.4	48.6	49	0.4
	在手订单	45.6	45.9	45.6	46	45.6	-0.4
采购	采购量	51	51.5	49.2	52.1	51.8	-0.3
	进口	47.3	49.3	48.1	49.5	47.5	-2
价格	主要原材料购进价格	49.8	48.2	49.5	50.8	49.8	-1
	出厂价格	47.7	46.7	47.4	48.5	47.9	-0.6
库存	产成品库存	47.4	47.9	46.5	48.3	48	-0.3
	原材料库存	48.2	48.3	47.7	47	47.2	0.2
其他	供货商配送时间	50.2	50.9	50.3	51	50.3	-0.7
	生产经营活动预期	54.7	53.3	55.3	54.5	53.8	-0.7
	从业人员	48.2	48.1	48.1	48.6	48.2	-0.4

来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 工业企业: 利润总额: 累计同比(%)

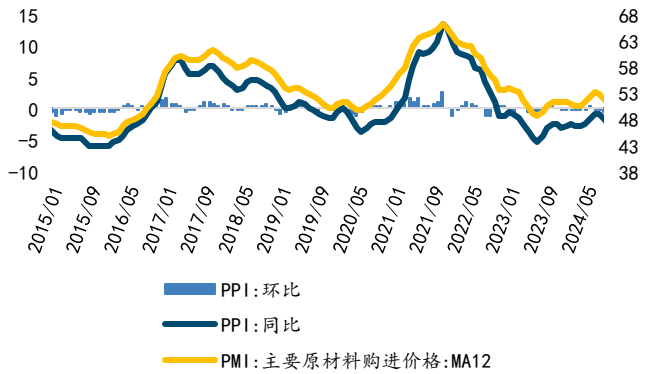


来源: Wind, 国金证券研究所

通胀方面, 通胀从底部逐步回升, 但仍存在结构性波动。2月PPI同比报-2.2%, 较上个月上升0.1%。而2月CPI同比为-0.7%, 较上月下降-1.2%, 2月CPI环比为-0.2%。

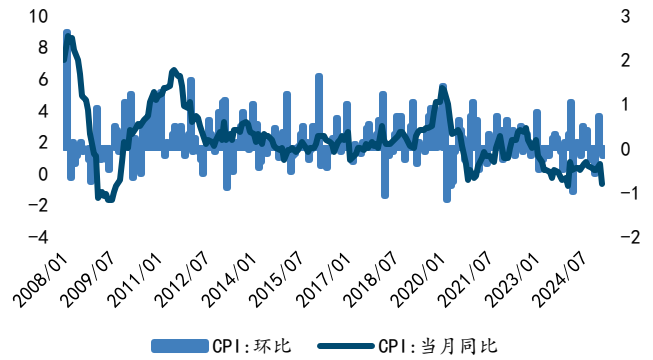


图表9: PPI 同比和环比(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

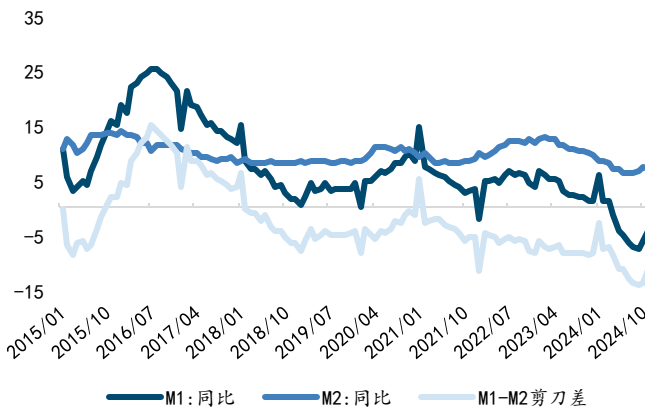
图表10: CPI 同比和环比(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

信用方面, 2 月份社会融资规模存量同比报 8.2%, 较上月上升 0.2%。从新增社融来看, 信用情况有所回升, 2 月报 22333 亿元, 较去年同期上行 6506 亿元。2 月份 M1 同比数据报 0.1%, 较上月下降 0.3%; 2 月份 M2 同比数据报 7%, 较上个月维持不变; 2 月份 M1-M2 剪刀差为-6.9%, 较上月下降 0.3%。

图表11: M1 与 M2 同比(%)



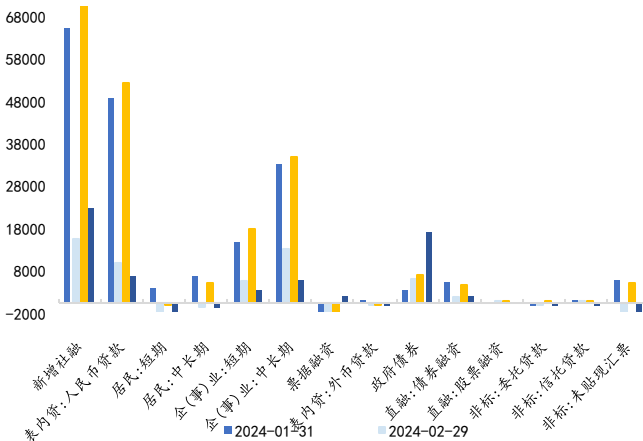
来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 社会融资规模存量:同比(%)



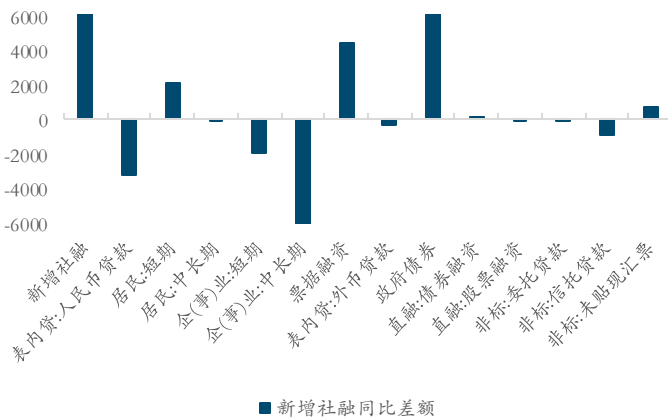
来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 新增社会融资规模和新增人民币贷款细项(亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 新增社会融资规模和新增人民币贷款较去年同期差额(亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 货币流动性分析

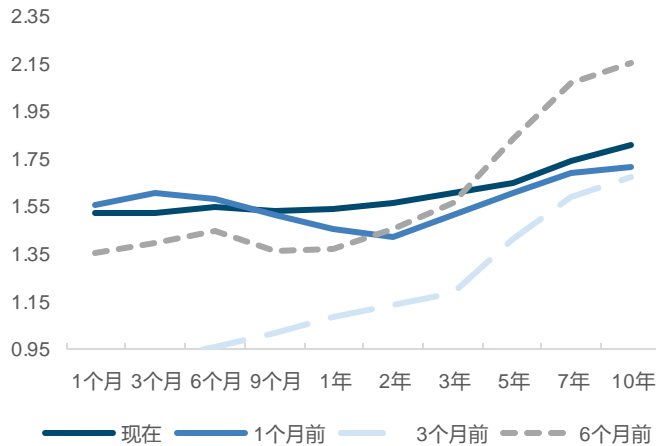
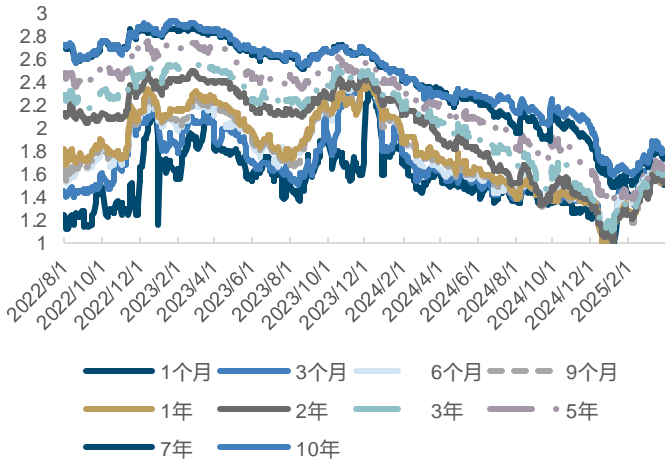
货币方面, 国债利率曲线整体较上个月均上升。10 年国债利率、7 年国债利率和 5 年国债利率分别上升 9.77BP、5.14BP 和 4.82BP, 6 个月国债利率、3 个月国债利率和 1 个月国



债利率分别下降-3.54BP、-8.96BP 和-3.85BP，3 年国债利率、2 年国债利率、1 年国债利率和 9 个月国债利率分别上涨 8.78BP、14.1BP、7.82BP 和 1.68BP。如果我们从 7 天银行间质押式回购加权利率来观察短端银行间市场流动性的话，发现 DR007 利率 20 个交易日移动平均值有所下降，短端流动性有所放松。

图表 15: 中国国债利率走势(%)

图表 16: 中国国债利率期限结构变化(%)

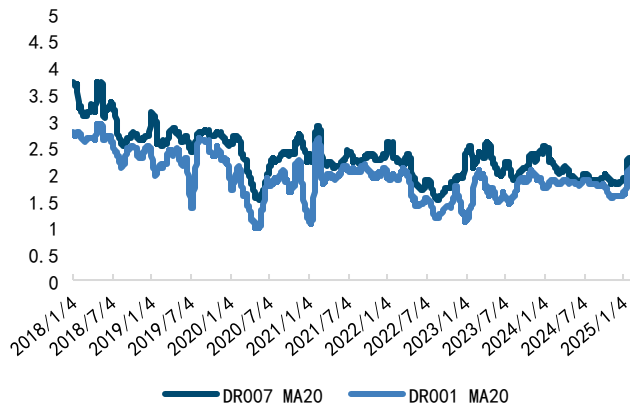
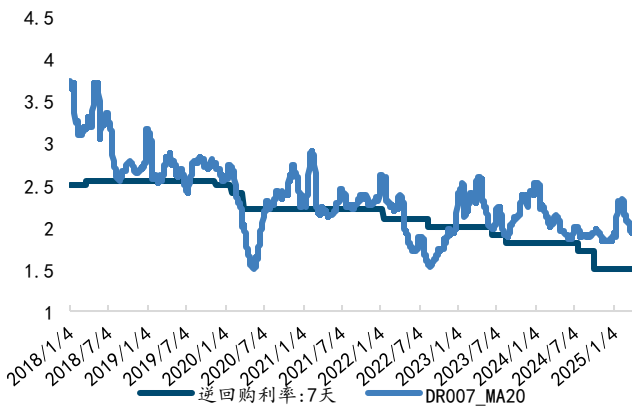


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 逆回购利率与银行间质押式回购加权利率(%)

图表 18: 1 天与 7 天银行间质押式回购加权利率(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

三、基于人工智能全球大类资产配置模型策略观点与表现

根据国金金融工程团队发布的《BETA 猎手系列: 人工智能全球大类资产配置模型》，我们将机器学习模型应用到大类资产配置问题上，基于因子投资的思路使用模型给出各资产的打分排序，并最终构建可投资的大类资产月频量化等权配置策略，为全球大类资产配置策略。

4 月份全球大类资产配置策略建议权重国债指数 (63.56%) 和纳斯达克指数 (24.16%)。其中纳斯达克指数明显提升(从 0% 上升到 24.16%)，而国债指数和恒生指数权重往下调整。

3 月全球大类资产配置策略月涨跌幅分别为 0.72%，基准策略月涨跌幅为 1.59%。

历史表现方面，从 2021 年 1 月至 2025 年 3 月，全球大类资产配置策略年化收益率分别为 6.45%，夏普比率为 1.01，最大回撤为 6.66%，超额年化收益率为 1.28%，超额夏普比率为 0.23，超额最大回撤仅为 7.80%，在各维度上表现优于基准，同期基准年化收益率为 4.75%，夏普比率为 0.54，最大回撤为 12.67%。

从年初至今，全球大类资产配置策略收益率分别为 0.73%，同期基准收益率为-3.42%。



图表19: 全球大类资产配置策略近期月度收益率

日期	全球大类资产配置策略	基准
2024/8/1	-2.65%	-0.08%
2024/9/2	-2.02%	-0.71%
2024/10/8	5.62%	6.46%
2024/11/1	1.65%	0.30%
2024/12/1	0.54%	0.05%
2025/1/2	1.09%	1.02%
2025/2/5	0.16%	0.73%
2025/3/4	0.72%	1.59%
2025/4/1	0.15%	0.50%

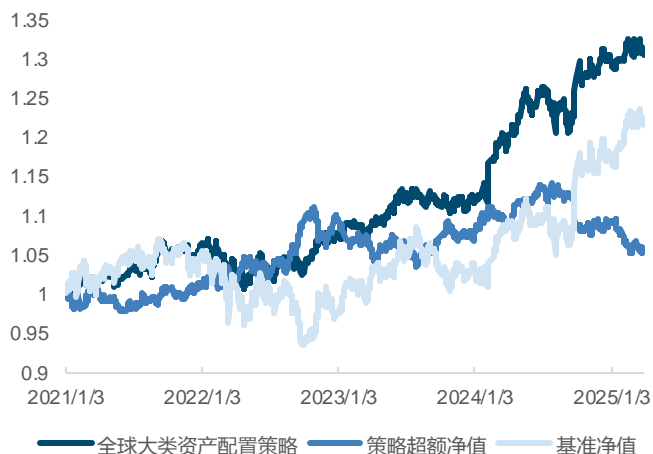
来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 全球大类资产配置策略模块最新观点 (截至4月1日)

	国债指数	沪深300	中证转债	中证500	ICE布油	SHFE黄金	德国DAX	恒生指数	纳斯达克	日经225	10年美债期货
上月权重	72.89%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	27.11%	0.00%	0.00%	0.00%
当前权重	63.56%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.28%	24.16%	0.00%	0.00%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 全球大类资产配置策略净值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 全球大类资产配置策略表现

01/2021-03/2025	全球大类资产配置策略	基准
年化收益率	6.45%	4.75%
年化波动率	6.36%	8.80%
最大回撤率	6.66%	12.67%
夏普比率	1.01	0.54
年初至今收益率	0.73%	-3.42%

来源: Wind, 国金证券研究所

四、基于动态宏观事件因子的股债轮动配置策略观点与表现

根据国金金融工程团队发布的《Beta 猎手系列: 基于动态宏观事件因子的股债轮动策略》,我们构建了基于动态宏观事件因子的三个不同风险偏好的股债配置策略(保守,稳健和进取型)。

基于宏观择时模块和风险预算模型框架完成了的三个股债配置模型权重的输出,4月份进取型、稳健型和保守型的股票权重为25%、13.73%和0%。拆分来看,模型对4月份经济增长层面信号强度为50%;而货币流动性层面信号强度为0%。

3月份配置模型表现良好,进取型、稳健型和保守型月涨跌幅分别为-0.27%、-0.24%和-0.22%。

历史表现方面,从2005年1月至2025年3月,进取型、稳健型和保守型策略年化收益率分别为20.02%、11.02%、6.03%,同期股债64年化收益率为8.57%。进取型、保守型、稳健型均在各维度上表现优于基准。从年初至今,进取型、稳健型和保守型三个策略收益率分别为0.72%、-0.25%、-0.61%,同期股债64收益率为0.93%。

图表23: 宏观权益择时模块最新观点 (截至3月31日)

观察维度	当前信号	上月信号
经济增长	0%	60%
货币流动性	50%	0%



观察维度	当前信号	上月信号
股票仓位	25%	30%
配置观点	稳健配置	稳健配置

来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 不同风险偏好的股债配置模型权重

	保守型		稳健型		进取型	
	股票	债券	股票	债券	股票	债券
上月权重	0.00%	100.00%	13.33%	86.67%	30.00%	70.00%
当前权重	0.00%	100.00%	13.73%	86.27%	25.00%	75.00%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 不同风险偏好的股债配置模型近期月度表现

	进取型		稳健型		保守型	
	策略	基准	策略	基准	策略	基准
2024/11/30	1.03%	1.07%	0.94%	1.00%	0.89%	0.93%
2024/12/31	0.59%	1.03%	1.26%	1.22%	1.69%	1.41%
2025/1/31	-0.98%	-0.46%	-0.02%	-0.21%	0.36%	0.04%
2025/2/28	1.99%	2.59%	0.02%	1.32%	-0.76%	0.06%
2025/3/31	-0.27%	-0.29%	-0.24%	-0.26%	-0.22%	-0.24%

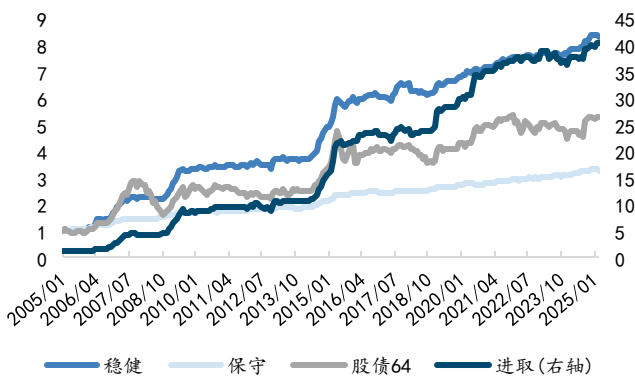
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 各细分因子信号展示

细分因子		24-Dec	25-Jan	25-Feb	25-Mar	25-Apr
经济增长	M1: 同比	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	PPI: 同比	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	PPI-CPI 剪刀差	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	工业增加值同比	0	0	0	0	1
	国债利差 10Y-1M	0	1	1	0	0
	产量: 发电量: 当月值_MA3: 环比	0	1	1	0	N/A
货币流动性	M1-M2 剪刀差	0	0	0	1	1
	中美国债利差 10Y	1	0	0	0	0
	中国国债美国 TIPs 利差: 10 年	0	0	0	0	0
	银行间质押利率: 7 天	1	0	1	1	0
	逆回购: 7 天-银行间质押利率: 7 天_MA20	1	0	0	1	0

来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 宏观事件因子配置策略净值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 宏观事件因子配置策略表现

01/2005 - 03/2025	进取	稳健	保守	股债 64
年化复合收益率	20.02%	11.02%	6.03%	8.57%
年化波动率	14.29%	8.28%	3.24%	16.72%
最大回撤	-13.72%	-6.77%	-3.55%	-46.24%
夏普比率	1.28	1.18	1.50	0.51
收益回撤比	1.46	1.63	1.70	0.19
年初至今收益率	0.72%	-0.25%	-0.61%	0.93%

来源: Wind, 国金证券研究所

五、基于红利风格择时配置策略观点与表现

根据国金金融工程团队发布的《国金证券 Beta 猎手系列: 基于红利风格择时+红利股优



3、市场环境发生变化，国际政治摩擦升级等带来各大类资产同向大幅波动风险。



特别声明：

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究