

策略月报

全球降息潮下的风险资产重估

核心观点

1. 货币-信用“风火轮”：延续宽货币、紧信用格局

信用方面，7月我国新增社融7724亿元，低于万得一致调查值（9536亿元）。其中新增人民币贷款2600亿元，低于万得一致调查值（4561亿元）。狭义货币条件指数提示短端利率有下行空间，流动性持续宽松；广义货币指数提示信用紧缩还在继续，上行节点预计出现在三季度后。在货币-信用“风火轮”2.0版本中，宽货币、紧信用格局下，以往经验显示债市胜率高于股市和商品。而短期来看，8月利率走势相比倒V型更接近N型，债券震荡调整后胜率依然有待提升。

2. 2024年9月大类资产价格展望

海外降息前景推动下，股市分母端存在利好但分子端仍待提振。当下国内的内需表现承压，通胀水位较低，拖累分子端并一定程度上抵消了海外降息对分母端的助力。在以旧换新、特别国债续作等政策提振下，8月末股市迎来强力反弹，后续市场表现仍将围绕政策段博弈展开，大势上关注政策进一步的提振，从股市赔率和债券胜率来看可以进一步提升股市的结构行业布局组合的收益增厚。

政策利率仍有下调空间，长债博弈需谨慎。当下货币政策仍是需求提振的主要发力点，利率下行的趋势没有改变。但对于长期利率而言，其节奏一方面有赖于财政刺激下的基本面演进，一方面与政策风向密切相关，长债博弈需谨慎。

美联储9月降息前景助推人民币强势。美联储9月降息几乎已成定局，人民币在8月取得全年最高涨幅。展望后市，也需警惕降息落地后的汇率波动。

商品市场继续分化，黄金破局仍待时机。就黄金而言，最为重要的中长期因素在于全球央行，其购金趋势是边际决定要素，但央行购金行为也和金价走势息息相关。年内黄金价格演绎的“主因”在于地缘冲突的演绎情况与美国总统大选对全球风险程度的提升，“次因”在于通胀走势与降息前景。

根据国内定量配置模型，我们对9月份国内资产的配置建议为：

- **积极配置情景：**股票、债券、原油、黄金分别为100%、0%、0%、0%；
- **稳健配置情景：**股票、债券、原油、黄金分别为15%、85%、0%、0%。

3. 2024年8月末-9月初中观指数最新信号：计算机景气修复

根据8月份的中观行业景气指数，景气上行的行业有计算机、汽车、医药生物、建筑装饰、非银金融、有色金属等。

4. 全球资产配置：印度、法国配置价值凸显

根据我们的全球资产配置模型，9月份A股之外全球主要股市的配置比例为：美国（12.43%）、德国（1.55%）、法国（13.98%）、英国（12.43%）、日本（0.78%）、越南（12.43%）、印度（13.98%）、中国香港（12.43%）。余下20%比例按模型假设配置无风险收益产品。

风险提示：1）基本面修复节奏偏缓；2）海外地缘政治事件爆发；3）美联储货币政策不确定性。

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

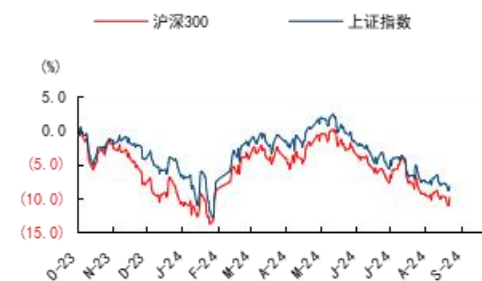
010-88005497

guolanbin@guosen.com.cn

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	5404.49/-1.12
创业板/月涨跌幅(%)	1580.46/-3.10
AH股价差指数	146.86
A股总/流通市值(万亿元)	16.85/22.01

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

- 《策略月报-全球风险资产止损交易下的配置逻辑》——2024-08-04
- 《策略月报-红利打底，适度增配成长》——2024-07-04
- 《策略月报-行业高速轮转，关注GARP配置主线》——2024-06-05
- 《策略月度观点-政策利好有望推升A股走强》——2024-05-05
- 《策略月报-持续关注黄金投资机会》——2024-04-02

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”：布局宽货币、紧信用格局	5
1.2 风格与板块配置：关注红利扩散	6
1.3 全球与国内大类资产的定量配置建议	8
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: 前瞻指标提示信用紧缩还在继续	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: 自上而下视角对各类资产配置建议	7
图 5: 全球大类资产配置信号	8
图 6: 国内资产配置信号	9
图 7: 国内资产配置模型表现	9
图 8: 国内资产配置模型表现（稳健）	9
图 9: 国内大类资产回报月度复盘	10
图 10: 人民币汇率和美元指数表现	10
图 11: 南华各分项指数回报率对比	10
图 12: 国债收益率和期限利差走势	10
图 13: 信用债收益率和信用利差走势	10
图 14: 国内大类资产回报月度复盘	11
图 15: 海外大类资产回报月度复盘	11
图 16: 中国股债性价比走势	12
图 17: 美国股债性价比走势分析	12
图 18: 沪深 300 股债性价比	12
图 19: 中证 500 股债性价比	12
图 20: 国内政策脉冲指数走势	13
图 21: 央行整体走势指数和分歧指数	14
图 22: A 股情绪指数 I 和上证指数间走势对比	15
图 23: 投资者情绪指数构建原理	15
图 24: A 股情绪指数 II 对于沪深 300 指数的提示信号	16
图 25: 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 26: 中国债市情绪指数与 10 年期国债到期收益率走势	17
图 27: 债市预警指标与债市牛/熊拐点的对比	18
图 28: 行业景气指数编制流程	19
图 29: 基础化工行业景气指数	19
图 30: 钢铁行业景气指数	19
图 31: 医药生物行业景气指数	20
图 32: 农林牧渔行业景气指数	20
图 33: 食品饮料行业景气指数	20
图 34: 有色金属景气指数	20
图 35: 汽车行业景气指数	20
图 36: 机械设备行业景气指数	20
图 37: 建筑材料行业景气指数	21

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

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 Shibor3M 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。

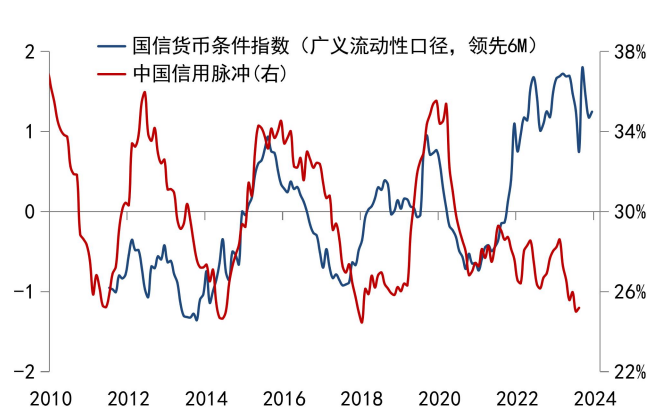
信用方面，7 月我国新增社融 7724 亿元，低于万得一致调查值（9536 亿元）。其中新增人民币贷款 2600 亿元，低于万得一致调查值（4561 亿元）。狭义货币条件指数提示短端利率有下行空间，流动性持续宽松；广义货币指数提示信用紧缩还在继续，上行拐点预计出现在三季度后。在货币-信用“风火轮”2.0 版本中，宽货币、紧信用格局下，以往债市胜率多高于股市和商品。而短期来看，8 月利率走势相比倒 V 型更接近 N 型，债券震荡调整后胜率依然有待提升。

图1：前瞻指标提示流动性持续宽松



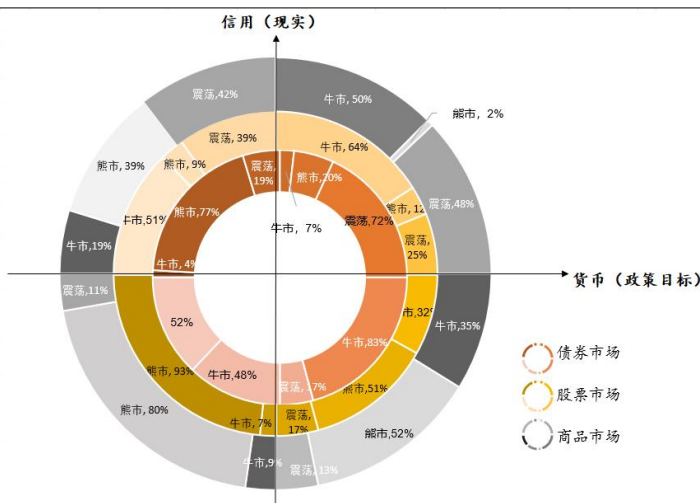
资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图2：前瞻指标提示信用紧缩还在继续



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

1.2 风格与板块配置：关注红利扩散

中美经济差异：8月国内制造业PMI为49.1，较7月下降0.3。美国Markit制造业PMI为48，较6月下降1.6。从经济的相对复苏来看，当前国内PMI数值绝对水平强于海外。

国内基本面：1-7月，我国规模以上工业增加值同比增长5.90%。其中，7月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.10%。从环比看，规模以上工业增加值比上月增长0.35%。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：7月CPI同比为0.5%，较6月调升0.3个百分点。CPI环比为0.5%，较6月调升0.7个百分点。通胀水平仍处于较低区间，建议配置防御板块。

估值因素：8月Shibor3M利率为1.84，较上月调降5.3bp。向后看，降息仍存空间，和指数走势的相关性来看，利好程度：大盘>中盘>小盘。

盈利角度：1-7月份，全国规模以上工业企业实现利润总额40991.7亿元，同比上升3.6%，涨幅比1-6月扩大0.1个百分点。总体看，工业企业利润恢复较好，企业盈利状况改善对小市值股票的压力减弱。

事件驱动：8月份，IPO上市公司家数为10家。事件型驱动的视角下，IPO数量较少利好大盘风格。

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。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：**股票>债券/商品**。

图4: 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	7月末收盘	8月末收盘	期间涨跌
股票	+	政策面博弈下，股市有望迎来反弹机会。当下基本面表现偏弱，通胀水位较低，股市更依赖于政策端发力。在以旧换新、特别国债续作等政策提振下，月尾股市迎来强力反弹，后市表现仍将围绕政策段博弈展开。	上证综指	2938.7	2842.2	▼ -3.28%
			深证成指	8754.1	8348.5	▼ -4.63%
			创业板指	1688.1	1580.5	▼ -6.38%
			上证50	2375.4	2335.2	▼ -1.69%
			沪深300	3442.1	3321.4	▼ -3.51%
			中证500	4886.4	4639.1	▼ -5.06%
债券	=	政策利率仍有下调空间，长债博弈需谨慎。当下货币政策仍是需求提振的主要发力点，利率下行的趋势没有改变。但对于长期利率而言，其节奏一方面有赖于财政刺激下的基本面演进，一方面与政策风向密切相关，长债博弈需谨慎。	中债财富总指数	240.4	240.5	▲ 0.06%
			中债1-30年利率债指数	195.9	196.0	▲ 0.04%
			中债信用债总财富指数	218.2	218.0	▼ -0.12%
			10年国开利率	2.2	2.3	▲ 4.96%
			10年国债利率	2.15	2.17	▲ 2.09%
			1年国债利率	1.4	1.5	▲ 7.11%
汇率	=	美联储9月降息或已计入当下人民币走势，需警惕汇率波动。美联储9月降息已成定局，人民币在8月取得全年最高涨幅。展望后市，需警惕降息落地后的汇率波动。	美元指数	104.1	101.4	▼ -2.57%
			美元兑人民币（在岸）	7.23	7.11	▼ -1.60%
			美元兑人民币（离岸）	7.23	7.09	▼ -1.83%
			人民币汇率指数	99.3	97.9	▼ -1.38%
商品	-	商品市场继续分化，黄金破局仍待时机。就黄金而言，最为重要的中长期因素在于全球央行，其购金趋势是边际决定要素，但央行购金行为也和金价走势息息相关。年内黄金价格演绎的“主因”在于地缘冲突的演绎情况与美国总统大选对全球风险程度的提升，“次因”在于通胀走势与降息前景。	南华综合指数	2510.8	2473.0	▼ -1.51%
			南华工业品指数	3865.4	3797.1	▼ -1.77%
			布伦特原油（美元）	81.5	78.8	▼ -3.37%
			上期所原油	580.4	558.9	▼ -3.70%
			伦敦现货黄金（美元）	2426.3	2518.1	▲ 3.78%
			上期所黄金	566.3	574.1	▲ 1.37%



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 9 月份 A 股之外全球主要股市的配置比例为：美国 (12.43%)、德国 (1.55%)、法国 (13.98%)、英国 (12.43%)、日本 (0.78%)、越南 (12.43%)、印度 (13.98%)、中国香港 (12.43%)。余下 20% 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 9 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 100%、0%、0%、0%；
- 稳健配置假设下，股票、债券、原油、黄金分别为 15%、85%、0%、0%；

图5：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	悲观	📉		情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	📈
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标	未来30天隐含波动率	下行	📈
		KDJ	提示超买	📉			RSI	无明显信号	-
		BOLL	卖出信号	📉			KDJ	提示超买	📉
WR		提示超买	📉	BOLL	无明显信号		-		
法国	核心指标	通胀趋势	下行	📈	英国	核心指标	经济前景	走强	📈
	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	上行	📉
	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	无明显信号	-
WR		无明显信号	-	WR	无明显信号		-		
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	📈		技术面指标	RSI	无明显信号	-
	技术面指标	未来30天隐含波动率	上行	📉			KDJ	无明显信号	-
		RSI	无明显信号	-			BOLL	无明显信号	-
		KDJ	提示超买	📉			WR	提示超买	📉
印度		核心指标	外商投资情况	走强	📈	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	📉
	技术面指标	未来30天隐含波动率	下行	📈	技术面指标		RSI	无明显信号	-
		RSI	提示超买	📉			KDJ	无明显信号	-
		KDJ	提示超买	📉			BOLL	无明显信号	-
BOLL		卖出信号	📉	WR		无明显信号	-		
	WR	提示超买	📉						

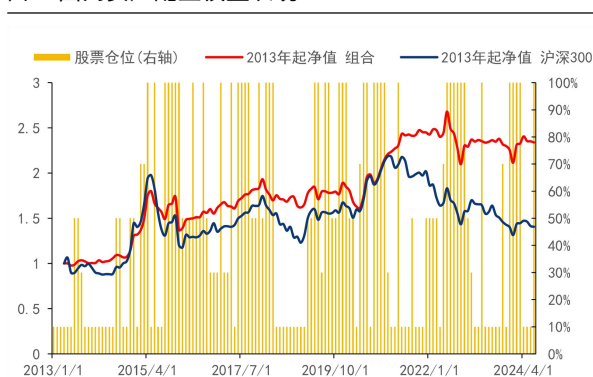
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图6: 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	100.0%	➡	15.0%	➡
债券	0.0%	➡	85%	➡
原油	0.0%	➡	0.0%	➡
黄金	0.0%	➡	0.0%	➡

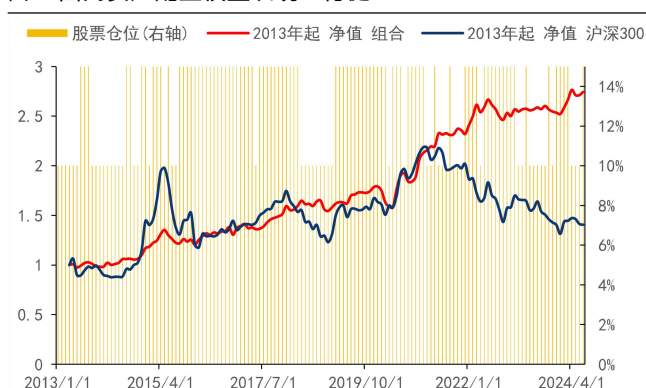
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图7: 国内资产配置模型表现



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（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

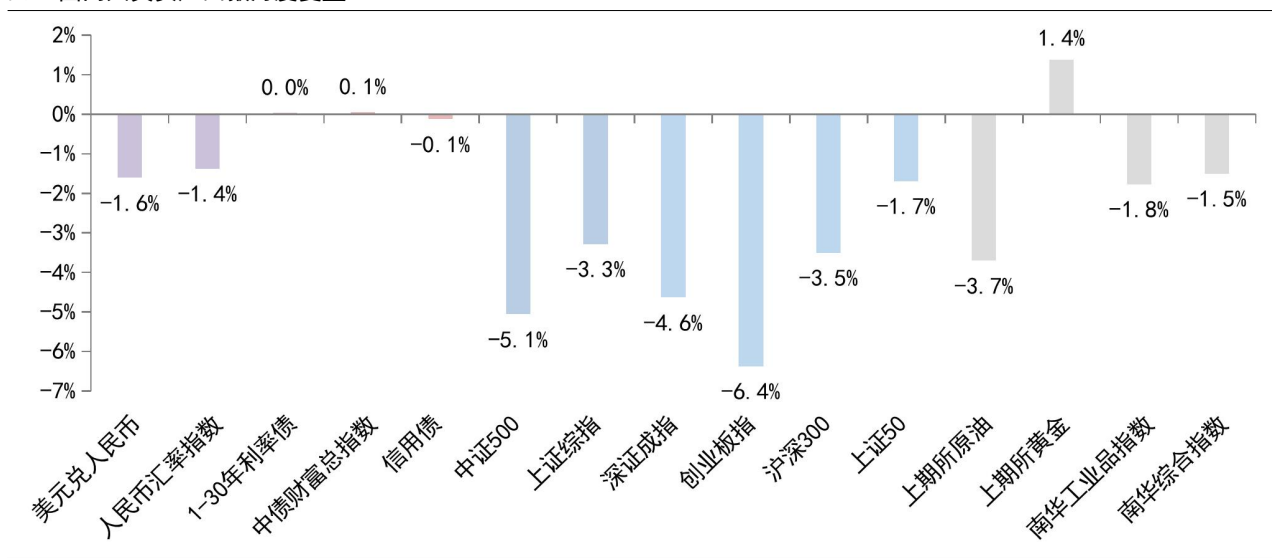
2.1 国内大类资产回报排序及归因

在风格分化的结构性特征下市场赚钱效应偏弱，上半年上证综指和全A指数分别下跌了0.3%和8%。以春节为大致分界线，市场在上半年走出了V字型特征，在海外联储鹰派+国内企业利润复苏有扰动的双重因素约束下市场呈现出在窄幅区间内震荡特征。

8月国内大类资产的表现可以概况为：**股市回调、债市利率下行、贵金属上涨、人民币升值**。（1）股市方面：上证50下跌1.7%，上证综指下跌3.3%，沪深300下跌3.5%，深证成指下跌4.6%，中证500下跌5.1%，创业板指下跌6.4%。中信风格指数下各个板块全月回报排序为：金融股、消费股、周期股、稳定股、成长股，回报率依次为：-2.2%、-2.6%、-4.4%、-4.6%、-6.0%。（2）债券方面：8月中债口径十年期国债到期收益率上行2.1bp至2.17%。（3）商品方面：上期所黄金上涨1.4%，南华综合指数下跌1.5%，南华工业品指数下跌1.8%，上期所原

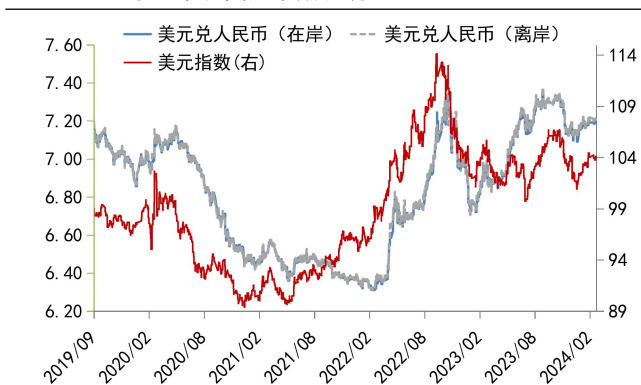
油下跌 3.7%。(4) 汇率方面：截至 8 月 31 日，美元对人民币离岸价收于 7.0947，相比于 7 月底的 7.2266，人民币有所升值。

图9：国内大类资产回报月度复盘



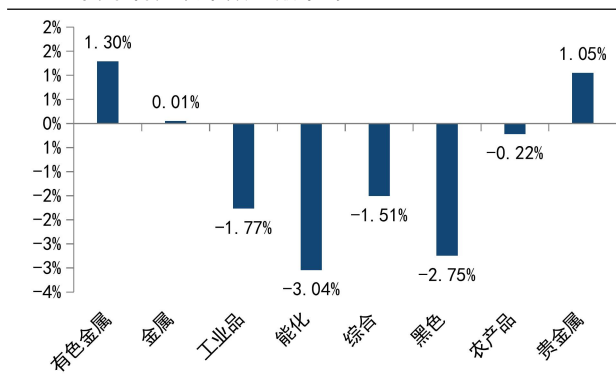
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10：人民币汇率和美元指数表现



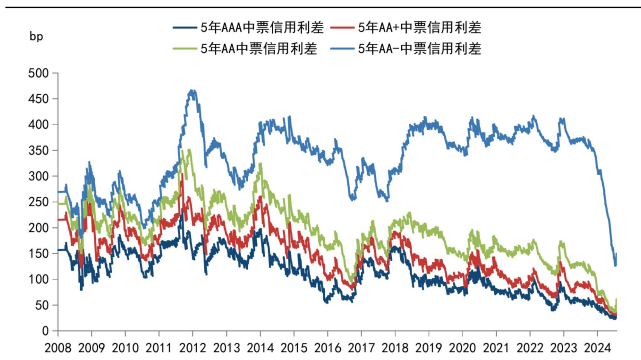
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图11：南华各分项指数回报率对比



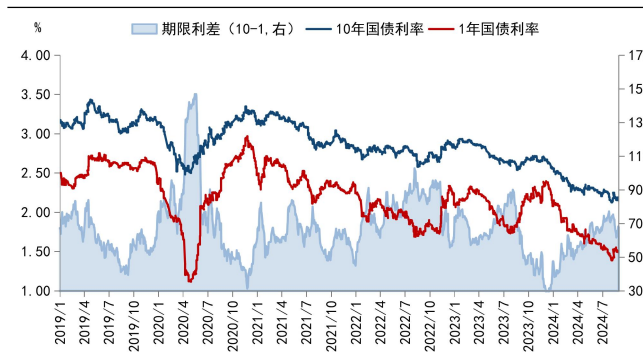
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12：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13：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14: 国内大类资产回报月度复盘

2024年国内主要资产表现情况											
2024-02	成长股 (14.22)	万得全A (9.67)	周期股 (9.37)	消费股 (8.22)	金融股 (5.06)	稳定股 (2.81)	可转债 (2.71)	国债 (0.91)	信用债 (0.51)	商品 (0.25)	货币基金 (0.16)
2024-03	周期股 (4.26)	稳定股 (1.76)	成长股 (1.70)	万得全A (1.35)	消费股 (0.84)	可转债 (0.53)	商品 (0.38)	信用债 (0.17)	货币基金 (0.16)	国债 (0.16)	金融股 (-3.08)
2024-04	商品 (5.83)	金融股 (2.96)	周期股 (2.75)	可转债 (1.94)	消费股 (1.74)	万得全A (1.02)	稳定股 (0.51)	信用债 (0.45)	国债 (0.32)	货币基金 (0.16)	成长股 (-1.00)
2024-05	稳定股 (1.71)	商品 (1.68)	可转债 (1.60)	金融股 (1.36)	信用债 (0.52)	国债 (0.42)	周期股 (0.16)	货币基金 (0.14)	万得全A (-1.21)	消费股 (-2.63)	成长股 (-2.65)
2024-06	国债 (1.13)	稳定股 (1.12)	信用债 (0.40)	货币基金 (0.13)	可转债 (-2.59)	商品 (-2.90)	金融股 (-3.69)	成长股 (-4.60)	万得全A (-5.13)	周期股 (-5.21)	消费股 (-9.02)
2024-07	金融股 (4.22)	稳定股 (2.02)	国债 (0.87)	信用债 (0.48)	成长股 (0.41)	万得全A (0.27)	货币基金 (0.14)	消费股 (-1.00)	周期股 (-2.34)	可转债 (-2.47)	商品 (-5.19)
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)

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

8月海外大类资产大体排序：商品>债券>股票。(1)权益市场方面，美国股票上涨1.26%，发达市场股市上涨0.91%，全球股市上涨0.78%，新兴市场下跌0.32%，东京日经225指数下跌1.16%。(2)债券方面，MBS(1.83%)>高收益债(1.61%)>国债(1.54%)。(3)大宗商品方面，7月CRB商品指数收益率为-0.18%，伦交所现货黄金收益3.78%。

图15: 海外大类资产回报月度复盘

2024年海外主要资产表现情况											
2024-02	东京日经225指数 (7.94)	美国股票 (5.17)	新兴市场 (4.96)	全球股市 (4.53)	发达市场股市 (4.48)	CRB商品价格指数 (0.98)	美元指数 (0.59)	美国高收益债 (0.29)	伦敦商品价格黄金 (-0.25)	美国国债 (-1.31)	美国MBS (-1.63)
2024-03	伦敦商品价格黄金 (8.12)	CRB商品价格指数 (5.53)	发达市场股市 (3.19)	全球股市 (3.14)	美国股票 (3.10)	东京日经225指数 (3.07)	新兴市场 (2.72)	美国高收益债 (1.18)	美国MBS (1.06)	美国国债 (0.64)	美元指数 (0.36)
2024-04	伦敦商品价格黄金 (4.18)	美元指数 (1.75)	新兴市场 (1.22)	CRB商品价格指数 (0.40)	美国高收益债 (-0.94)	美国国债 (-2.33)	全球股市 (-2.92)	美国MBS (-3.03)	发达市场股市 (-3.38)	美国股票 (-4.16)	东京日经225指数 (-4.86)
2024-05	美国股票 (4.80)	发达市场股市 (3.83)	全球股市 (3.46)	美国MBS (2.00)	伦敦商品价格黄金 (1.79)	美国国债 (1.46)	美国高收益债 (1.10)	CRB商品价格指数 (0.97)	东京日经225指数 (0.21)	新兴市场 (0.20)	美元指数 (-1.60)
2024-06	新兴市场 (3.87)	美国股票 (3.47)	东京日经225指数 (2.85)	全球股市 (2.39)	发达市场股市 (2.22)	美国MBS (1.17)	美元指数 (1.16)	美国国债 (1.01)	美国高收益债 (0.94)	CRB商品价格指数 (0.11)	伦敦商品价格黄金 (-0.74)
2024-07	伦敦商品价格黄金 (4.09)	美国MBS (2.64)	美国国债 (2.19)	美国高收益债 (1.94)	发达市场股市 (1.19)	美国股票 (1.13)	全球股市 (1.08)	新兴市场 (0.17)	东京日经225指数 (-1.22)	美元指数 (-1.69)	CRB商品价格指数 (-4.25)
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)

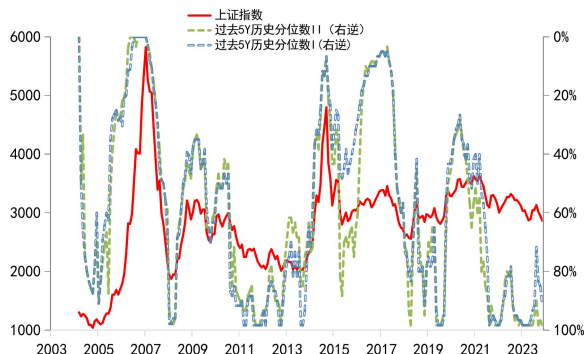
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：单位为%；每一行代表一个月，从左到右按照各资产类别，当月回报水平由高到低排序

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，2024 年 7 月，I，II 两个口径下中国股债性价比有所上行，8 月分位数分别为 98.33%、91.67%，位于历史较高水平，这表明市场交易隐含未来中国股票相比于债券将有着更高的投资回报。与此同时，美国 8 月份股债性价比的历史分位数在 I、II 口径下仍维持较低水平，分别为 15.00%、13.33%，提示未来美国债券相比股票将有更好的投资回报。

图16：中国股债性价比走势



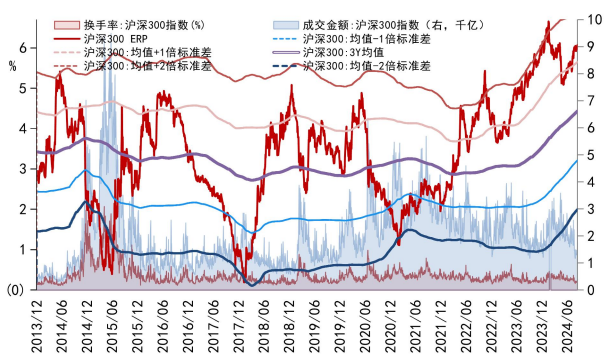
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图17：美国股债性价比走势分析



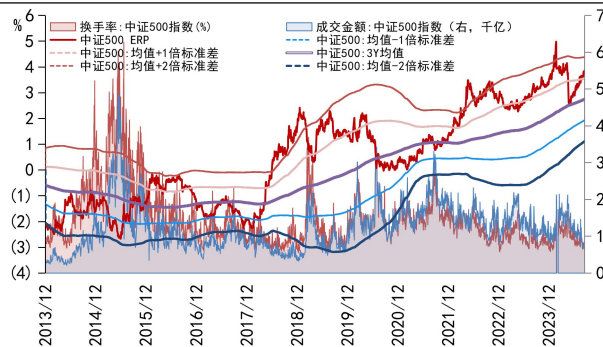
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：股债性价比 I 为 SPX 指数市盈率倒数与十年期美债收益率之差，性价比 II 为（SPX 指数市盈率+股息率）/十年期美债收益率

图18：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19：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

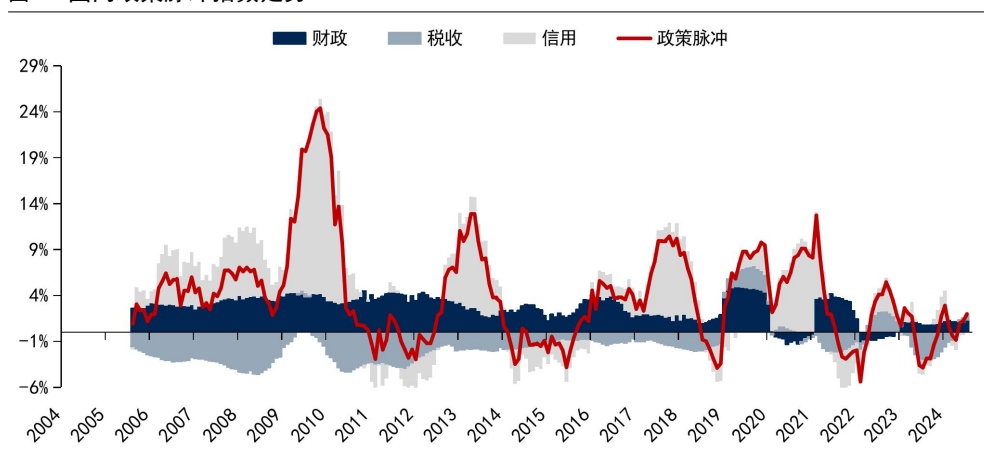
类别	名称	起始时间	更新频率	目的	最新信号
宏观景气和政策量化	1. 政策脉冲指数	2002 年 1 月	月	定量观测货币、税收和财政三大政策程度	↓
	2. 货币/信用前瞻指数	2008 年 11 月/2010 年 9 月	月	衡量国内货币环境宽松、紧缩的程度/衡量实体经济派生的程度	↑
	3. 全球央行分歧指数	2002 年 9 月	月	衡量世界主要经济体央行货币政策分歧程度	↓
股市交易情绪	1. A 股情绪指数 I	2006 年 5 月	月	通过价格指标提示 A 股市场的情绪状态	↑
	2. A 股情绪指数 II	2014 年 4 月	周	提示股票市场交易的高位风险和底部位置	↓
	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。7 月政策脉冲指数继续上行，指示社会信用触底反弹，信用条件转强对股市有一定的提振作用。

图20: 国内政策脉冲指数走势

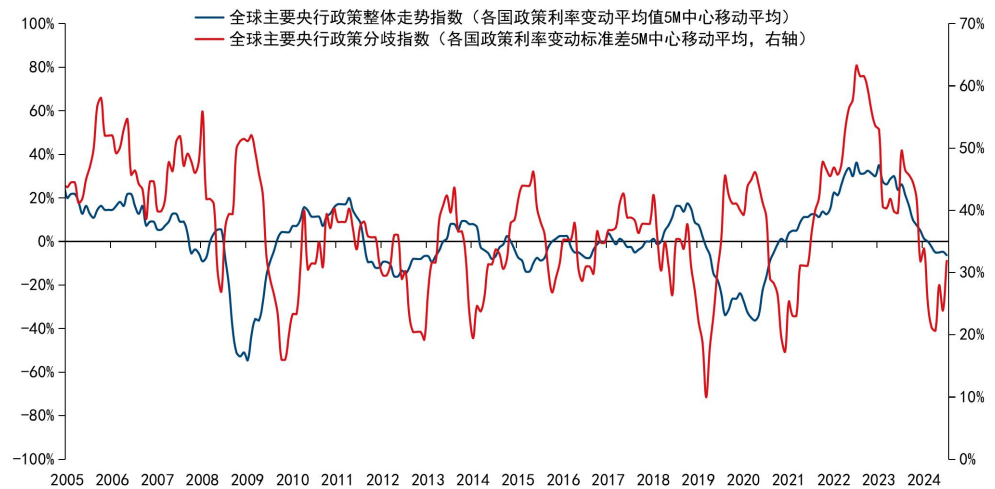


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

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。8 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出现分歧。

图21: 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

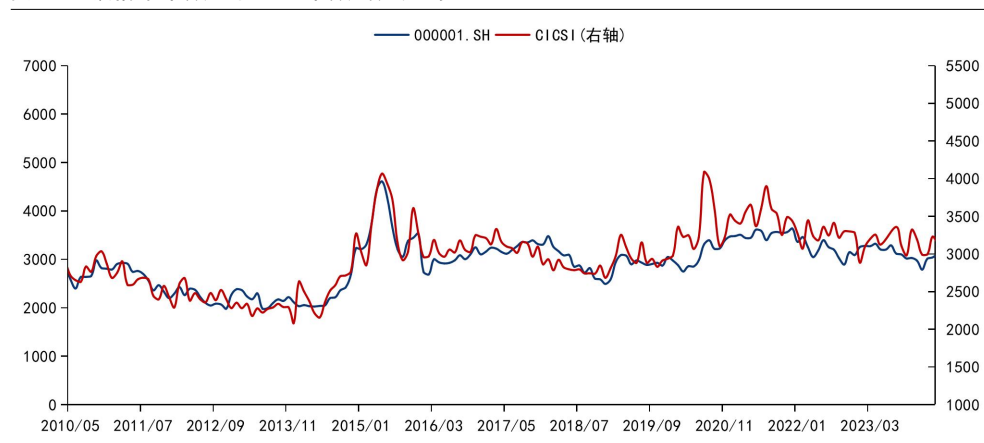
指标简称	指标频率	指标释义	指标方向
DCEF	周度	基金 IOPV 溢价率，将中国上市 ETF 按基金份额加权计算平均溢价率	正向
TURN	月度	月交易量，当月 A 股市场总交易金额与总流通市值的均值比	正向
IPON	月度	当月 IPO 个数，若没有则计为零	正向
NIA	月度	A 股账户新增开户数的对数	正向
IPOR	日度	IPO 首日收益，按 IPO 日流通股本数加权计算当月平均首日收益率	正向
CCI	月度	消费者信心指数	正向

资料来源：易志高, 茅宁. 中国股市投资者情绪测量研究: CICI 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。8 月 A 股情绪指数 I 较 7 月上行。

图22: A 股情绪指数 I 和上证指数间走势对比

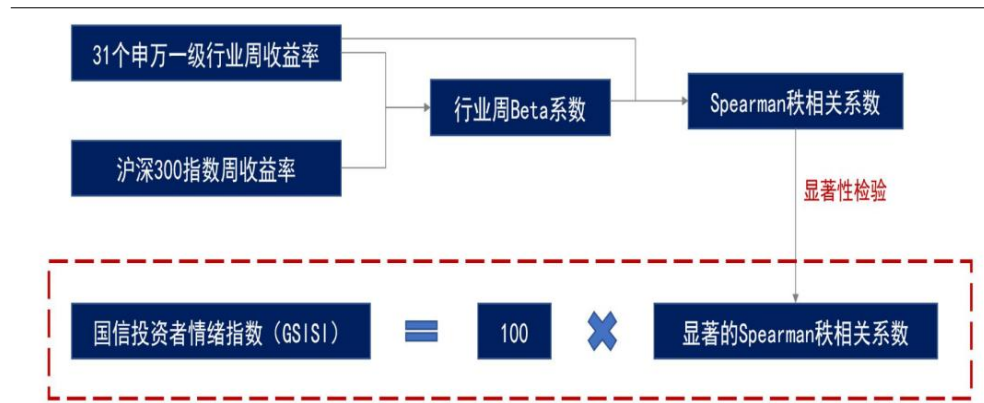


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

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。8 月情绪指数 II 提示谨慎信号。

图23: 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24: 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。8 月 A 股行业轮动指数持续下行。

图25: 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。8 月债市情绪继续上行，表示对长债走势提示谨慎。

图26: 中国债市情绪指数与 10 年期国债到期收益率走势

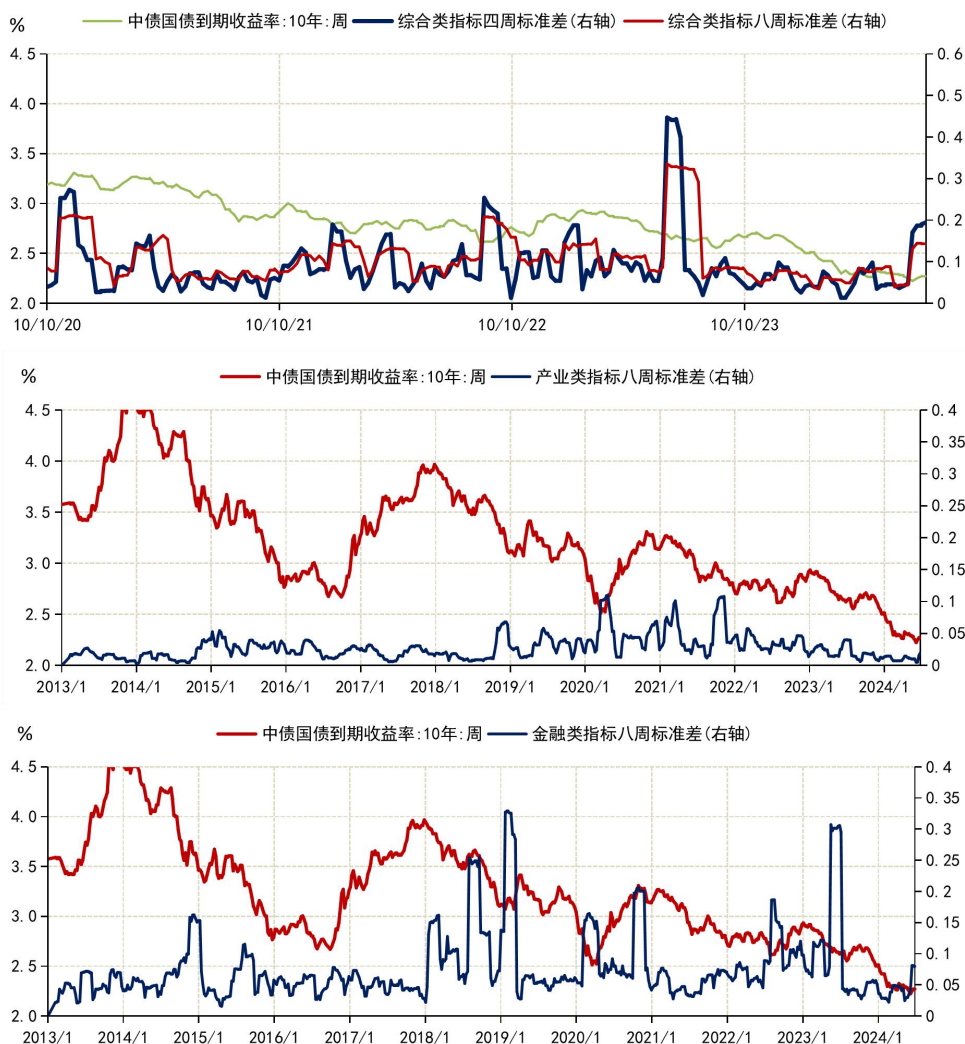


资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

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。8 月债市预警指数上行, 指示债市利率上行风险增强。

图27: 债市预警指标与债市牛/熊拐点的对比



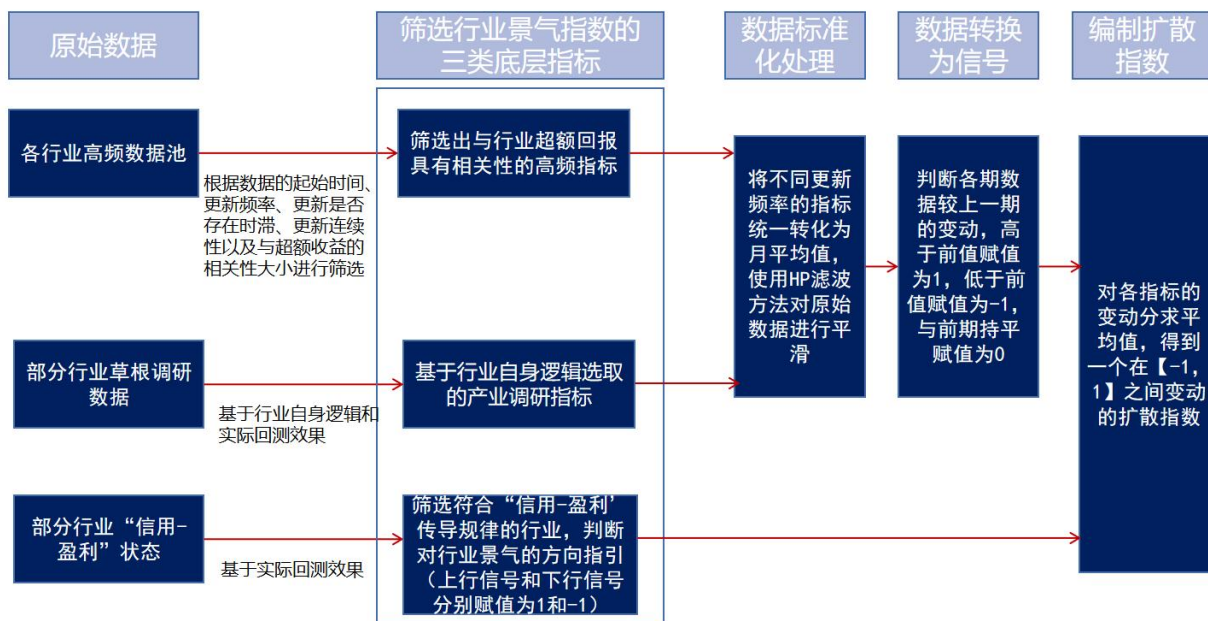
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

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28：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8月份的中观行业景气指数，景气上行的行业有计算机、汽车、医药生物、建筑装饰、非银金融、有色金属等。

图29：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30：钢铁行业景气指数



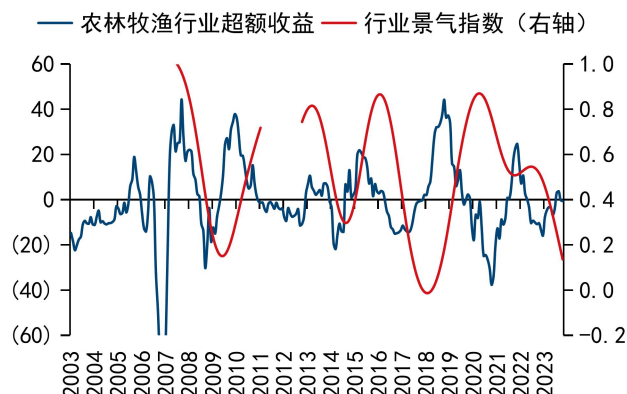
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图31: 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32: 农林牧渔行业景气指数



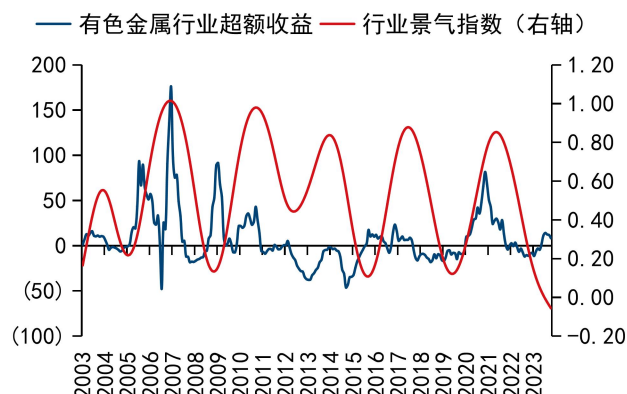
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图33: 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34: 有色金属景气指数



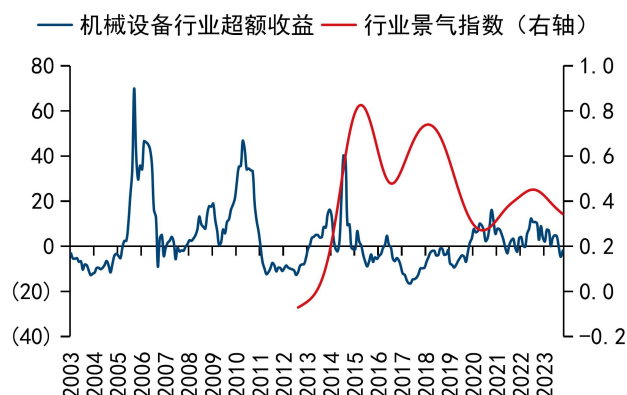
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图35: 汽车行业景气指数



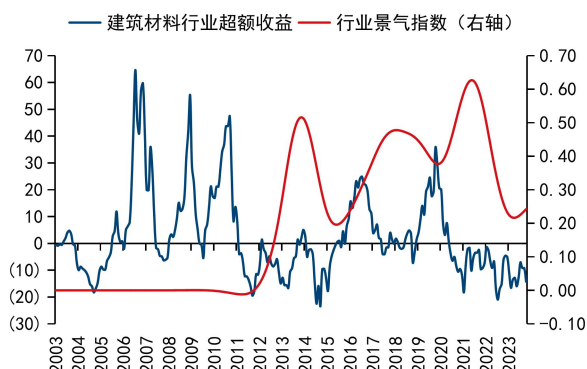
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图36: 机械设备行业景气指数



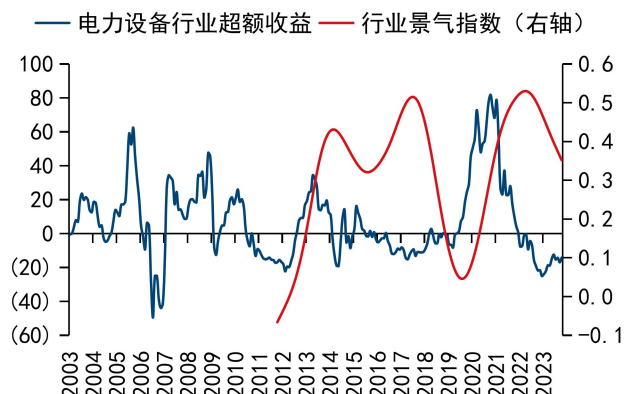
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图37: 建筑材料行业景气指数



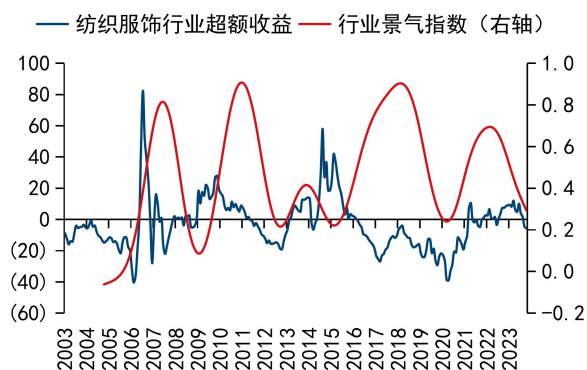
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图38: 电力设备行业景气指数



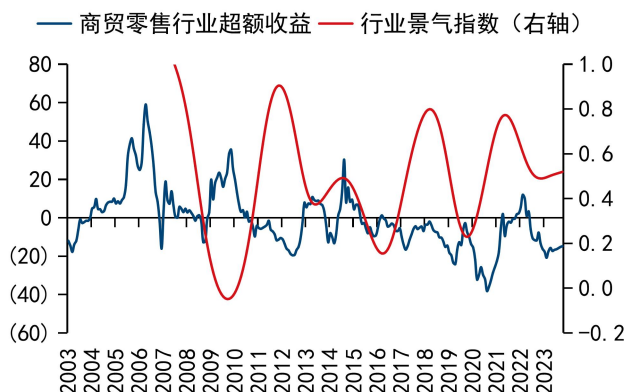
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图39: 纺织服饰行业景气指数



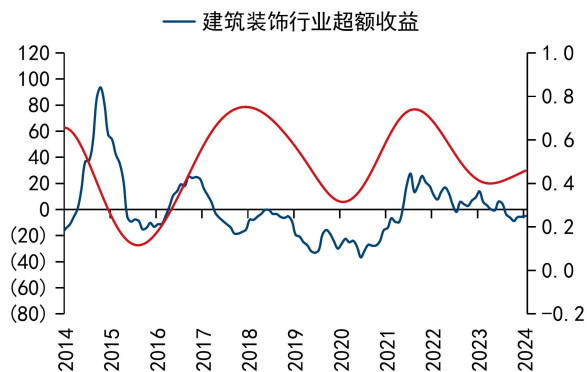
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图40: 商贸零售行业景气指数



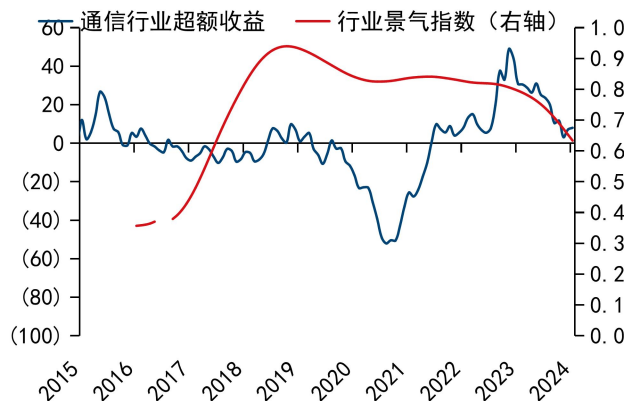
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图41: 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42: 通信行业景气指数



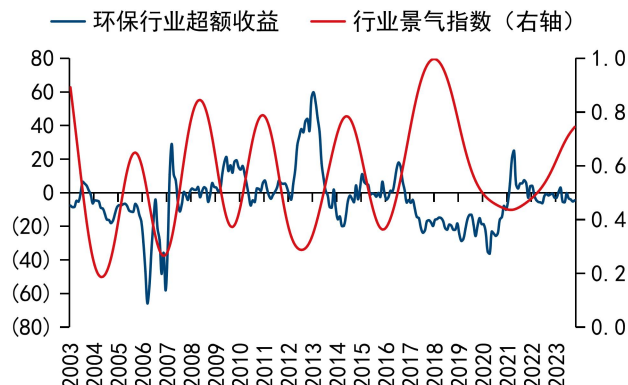
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图43: 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44: 环保行业景气指数



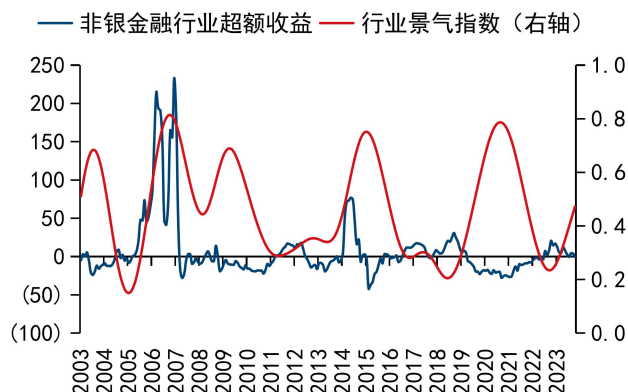
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图45: 石油石化行业景气指数



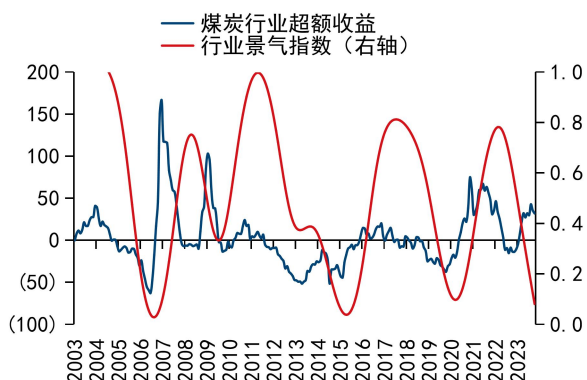
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图46: 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47: 煤炭行业景气指数



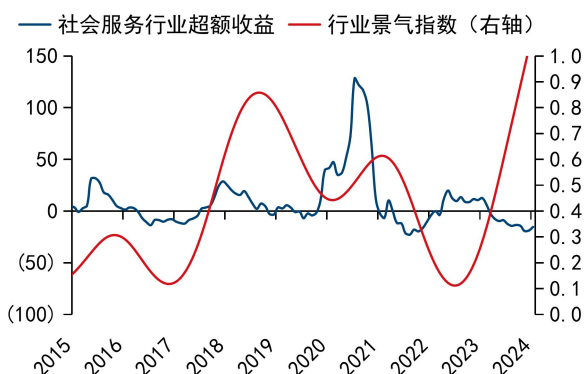
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图48: 银行业景气指数



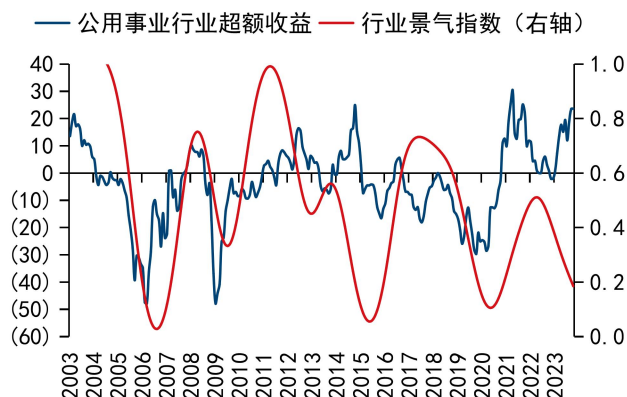
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图49: 社会服务行业景气指数



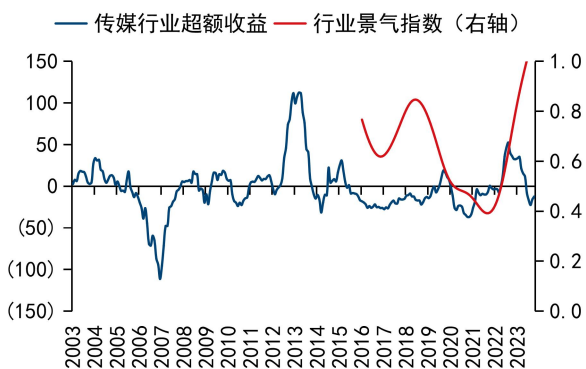
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图50: 公用事业行业景气指数



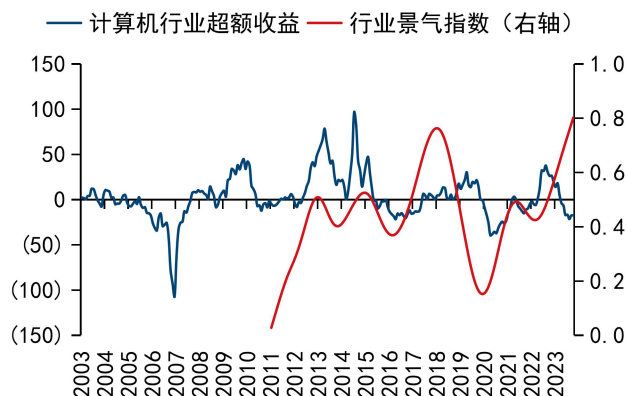
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图51: 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52: 计算机服务行业景气指数



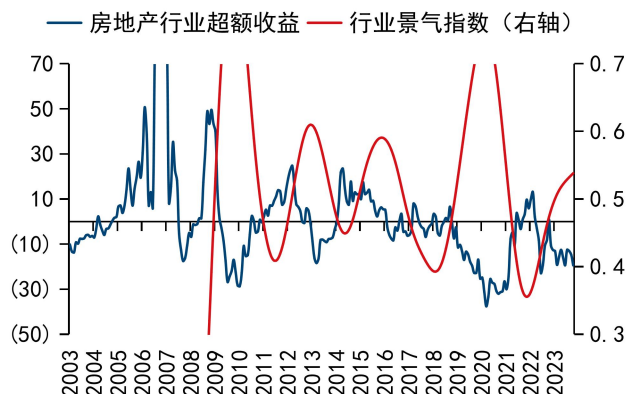
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图53: 电子行业景气指数



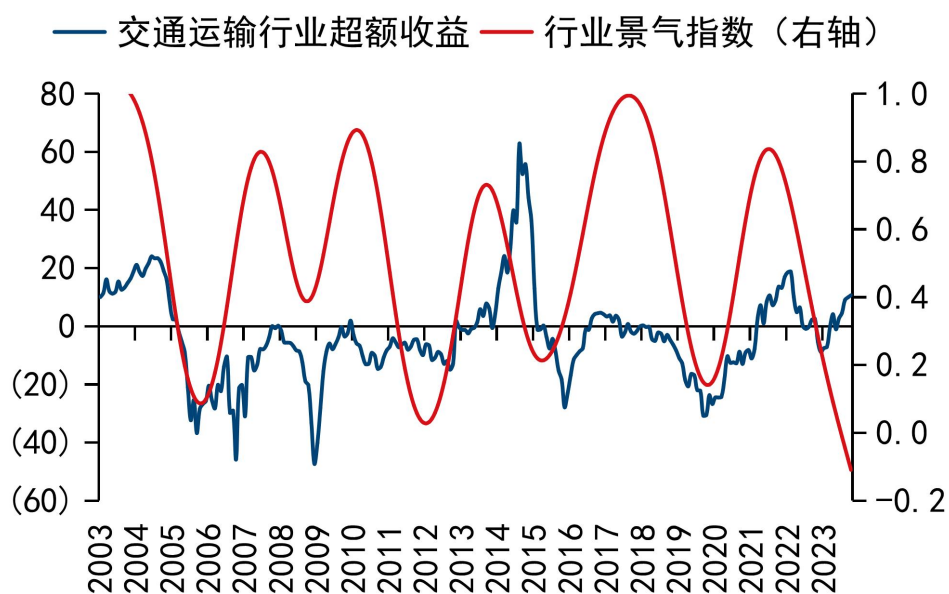
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图54: 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55: 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) 基本面修复节奏偏缓；
- 2) 海外地缘政治事件爆发；
- 3) 美联储货币政策不确定性。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所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