

策略专题 2024下半年全球资产配置展望

策略研究 · 策略专题

证券分析师：王 开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

联系人：郭兰滨
010-88005497
guolanbin@guosen.com.cn

联系人：李晨光
010-88005492
lichenguang@guosen.com.cn

01 大类资产配置观点

02 海外市场配置建议

03 国内市场配置建议

04 海外投资的配置工具

上半年国内外大类资产表现回顾

图1：国内大类资产回报月度复盘

2024年国内主要资产表现情况											
2023-10	信用债 (0.20)	货币基金 (0.18)	国债 (0.16)	周期股 (-1.60)	消费股 (-1.87)	商品 (-1.95)	成长股 (-2.11)	万得全A (-2.16)	可转债 (-2.27)	稳定股 (-3.19)	金融股 (-3.22)
2023-11	消费股 (1.79)	商品 (0.91)	周期股 (0.75)	成长股 (0.54)	信用债 (0.38)	国债 (0.37)	万得全A (0.35)	货币基金 (0.16)	稳定股 (-0.26)	可转债 (-0.95)	金融股 (-2.66)
2023-12	国债 (1.11)	信用债 (0.59)	可转债 (0.28)	货币基金 (0.16)	稳定股 (-0.27)	商品 (-1.12)	成长股 (-1.43)	万得全A (-2.05)	周期股 (-2.09)	金融股 (-2.41)	消费股 (-3.75)
2024-01	国债 (1.33)	稳定股 (0.60)	信用债 (0.57)	金融股 (0.42)	货币基金 (0.19)	商品 (-0.38)	可转债 (-3.66)	周期股 (-11.20)	消费股 (-11.80)	万得全A (-12.59)	成长股 (-20.19)
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)

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

图2：海外大类资产回报月度复盘

2024年海外主要资产表现情况											
2023-10	伦敦商品 价格黄金 (6.76)	美元指数 (0.50)	美国高收 益债 (-1.18)	CRB商品价 格指数 (-1.19)	美国股票 (-2.20)	美国国债 (-2.21)	发达市场 股市 (-2.69)	全球股市 (-2.79)	东京日经 225指数 (-3.14)	美国MBS (-3.19)	新兴市场 (-3.65)
2023-11	美国股票 (8.92)	东京日经 225指数 (8.52)	发达市场 股市 (8.13)	全球股市 (7.91)	新兴市场 (6.04)	美国MBS (5.65)	美国高收 益债 (4.54)	美国国债 (3.87)	伦敦商品 价格黄金 (1.93)	CRB商品价 格指数 (-2.67)	美元指数 (-3.01)
2023-12	美国股票 (4.42)	发达市场 股市 (4.07)	全球股市 (3.95)	美国MBS (3.88)	美国高收 益债 (3.72)	美国国债 (2.97)	新兴市场 (2.95)	伦敦商品 价格黄金 (2.11)	东京日经 225指数 (-0.07)	美元指数 (-2.06)	CRB商品价 格指数 (-3.59)
2024-01	东京日经 225指数 (8.43)	CRB商品价 格指数 (3.25)	美元指数 (2.12)	发达市场 股市 (1.73)	美国股票 (1.59)	全球股市 (1.18)	美国高收 益债 (0.00)	美国国债 (-0.28)	伦敦商品 价格黄金 (-0.44)	美国MBS (-0.46)	新兴市场 (-3.53)
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)

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

国内外资产配置中股债对冲比例的对比

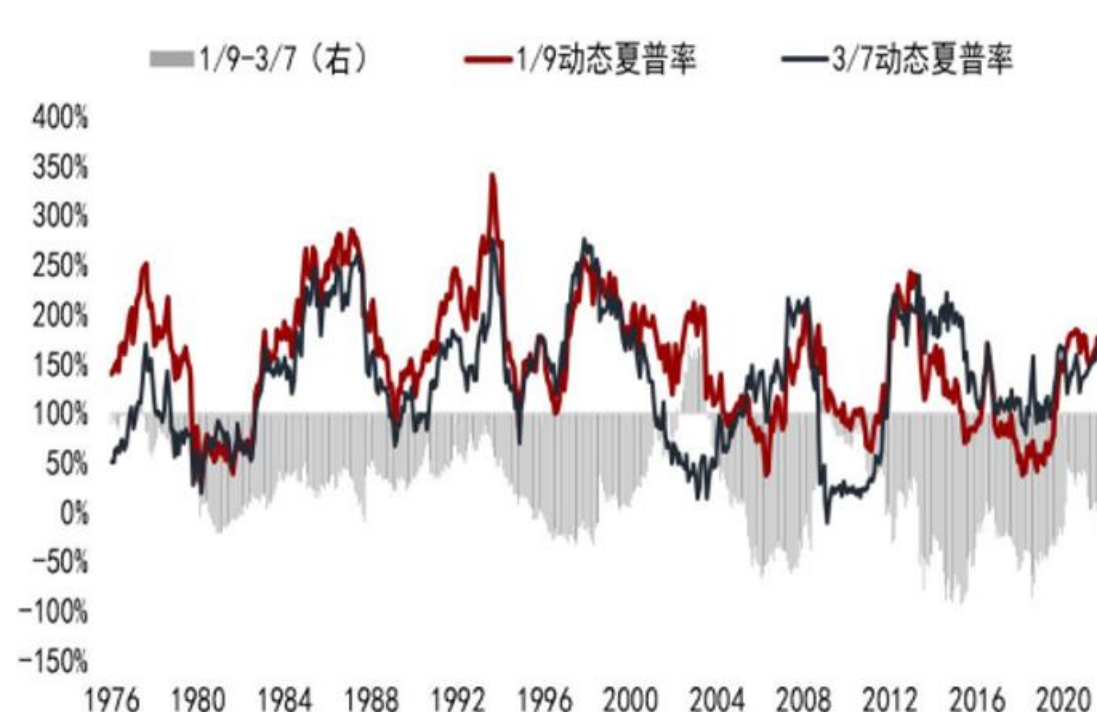
- 国外和国内股债的最佳配比有所不同，美国股/债的3/7组合占优，国内股/债的1/9组合占优。
- 近些年“固收+”和FOF类产品快速发展时期，国内股和债的1/9配比相对于3/7的组合能更好对冲风险、获得稳定收益。

图3：中国股债不同配比组合的夏普率对比



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图4：全球股债不同配比组合的夏普率对比

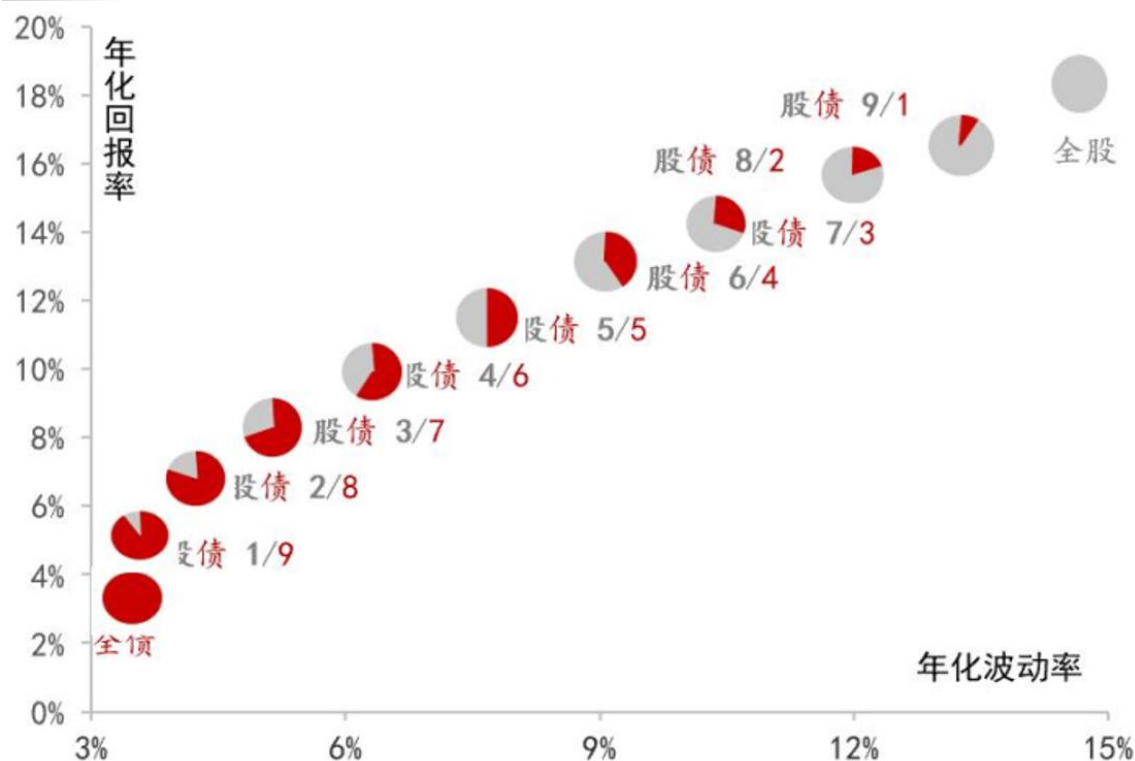


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

资产配置中股债配比权衡

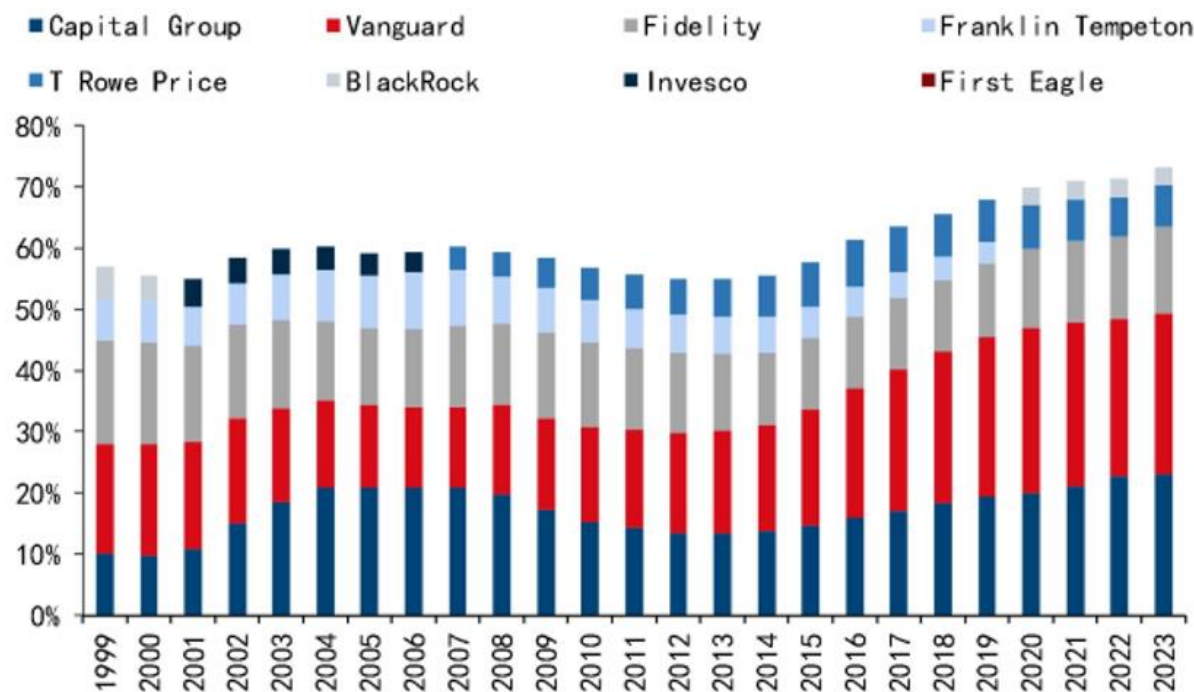
- 以此为基础绘制了资产配置的“月相图”。债券从满月到“月全食”间，股票权重从“新月-峨眉月-弦月-凸月-满月”，股债组合风险-收益的位置逐渐向右上角移动。
- 股票占比提高后，年化波动率和年化回报率相应走高，且风险调整后的回报率出现了边际效用递减，体现为月相图变动的轨道斜率趋缓。

图5：多资产配置月相图：A股和中债市场不同比例组合下的波动与回报



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：图中红色的部分表示债券权重，灰色部分表示股票权重

图6：前五基金公司混合型产品市占率变化（全产品口径）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

全球的股债波动率与当前定位

- 自1976年以来，美股和美债1/9组合的夏普率平均要超出3/7组合21.7%，在551个月度中，有68%的月份里3/7组合的动态夏普率要优于1/9组合，和国内情况正好相反。

图7：中国、美国和全球股票、债券以及二者组合的波动率对比

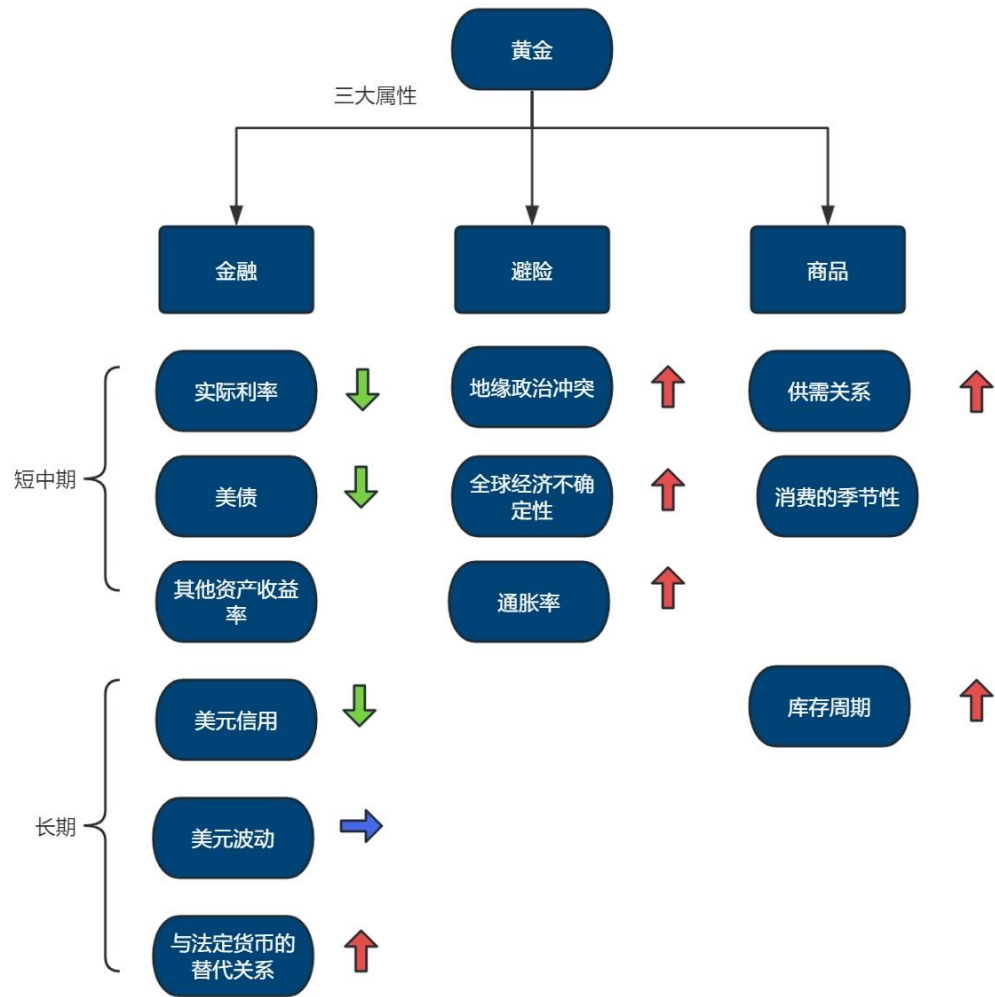
区域	项目	目前水平	历史均值	目前处在历史分位数	起始时间
中国	股票波动率	12.36%	21.00%	18.49%	2002.01
	债券波动率	1.31%	2.53%	3.38%	
	股债1/9波动率	1.54%	2.80%	1.47%	
	股债3/7 波动率	3.75%	6.95%	3.92%	
美国	股票波动率	17.40%	14.83%	70.29%	1976.01
	债券波动率	6.12%	4.86%	81.17%	
	股债1/9波动率	3.59%	4.61%	30.67%	
	股债3/7 波动率	5.05%	5.64%	37.93%	
全球	股票波动率	16.59%	14.66%	65.07%	1993.02
	债券波动率	8.68%	5.30%	99.20%	
	股债1/9波动率	9.19%	5.41%	99.47%	
	股债3/7 波动率	10.49%	6.58%	93.87%	

资料来源：彭博、万得，国信证券经济研究所整理；注：全球股票指数、债券指数分别采用明晟全球、彭博-巴克莱全球债券整体指数；美国股、债分别选取标普 500 指数和美国债券整体指数；中国股、债分别选取万得全 A、中债-总全价指数。

黄金行情：避险属性是全年主基调

- 黄金的金融属性在弱化：近2年金价与实际利率、负利率债券规模明显脱钩。
- 黄金避险属性得到体现：在中长期的政策不确定性中枢走高，短期地缘冲突的加剧也带来了金价上行的基础。
- 黄金的商品属性：在新一轮全球库存周期起步的前景下，黄金作为金属中特殊的品类，价格上行受到库存周期起步的助力。
- 乌克兰危机后，美元信用属性的隐忧和全球安全资产的重新界定，全球央行对黄金的增持以填补美债缺口，既是金融属性（流动性+安全性），也是商品属性（另一种“消费”）的体现，对金价构成利好。
- 展望2024年，受全球地缘政治冲突、经济不确定性上行影响，市场避险情绪高涨，对黄金的需求走强，加之全球央行不断增加黄金储备，预计年内黄金价格有望持续上涨。
- 风险提示：**美联储从停止加息到开展降息间隔时间的不确定性，海外地缘问题和全球选举带来的前景不明等。

图8：黄金价格分析框架

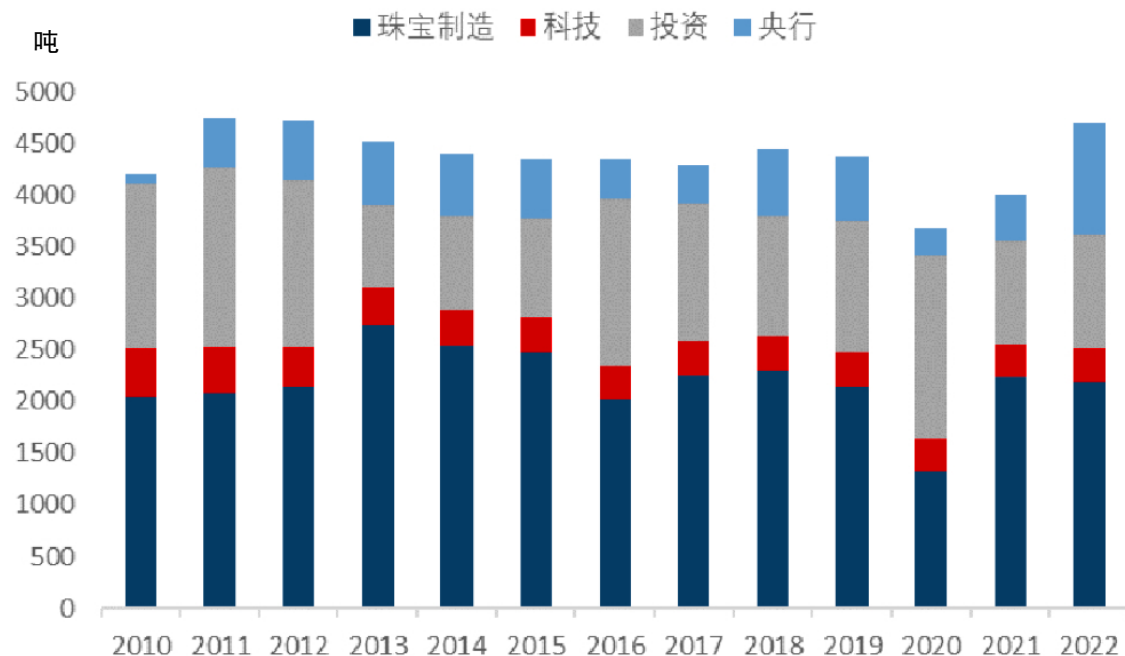


资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

黄金的需求结构

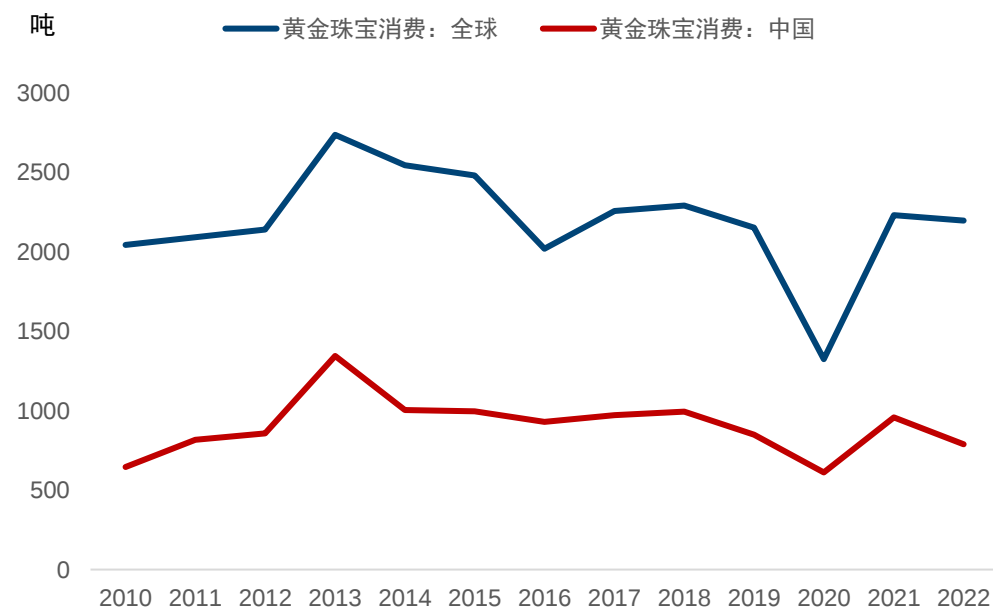
- 近年来全球黄金的市场需求结构较为稳定：黄金的需求量大致为珠宝制造>投资>全球央行>科技。2022年全球央行购买黄金总量达到历史最高点，约为1081.9吨，背后逻辑是对美债的流动性替代。
- 中国是黄金消费大国：2022年中国黄金珠宝消费量约占全球黄金珠宝消费量的36%，且变化趋势与全球黄金珠宝消费的走势类似。

图9：黄金需求结构（珠宝设计、科技、投资、央行）



资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

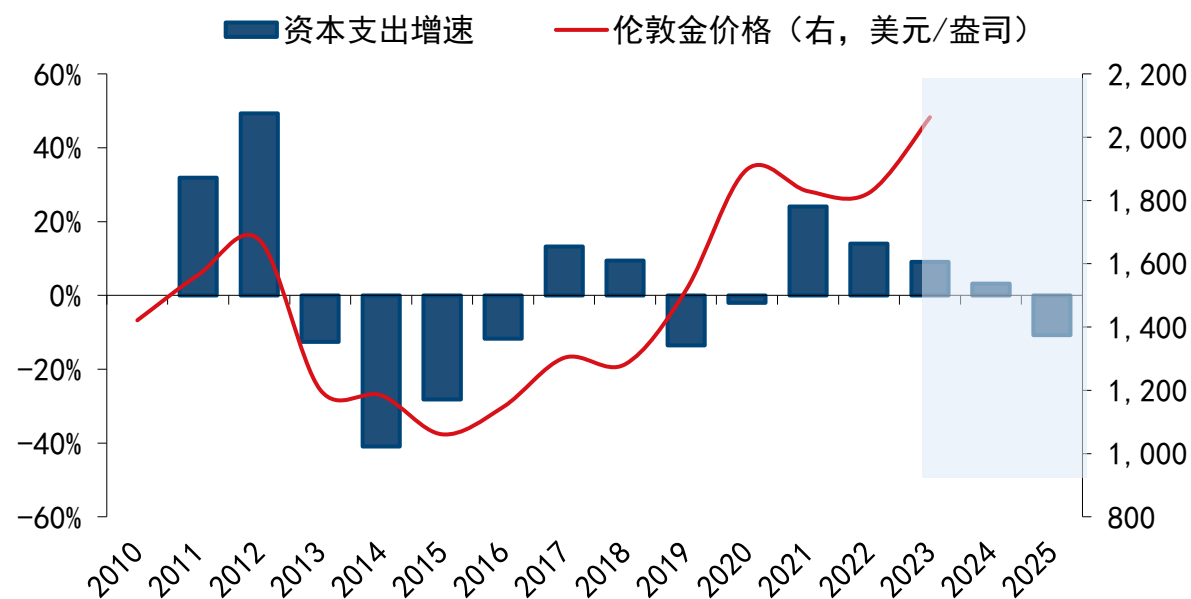
图10：全球、中国黄金珠宝消费情况



资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

- 全球金矿供给预计持续减少：金矿企业资本开支预期减少，供给收缩给未来金价也提供一定支撑。

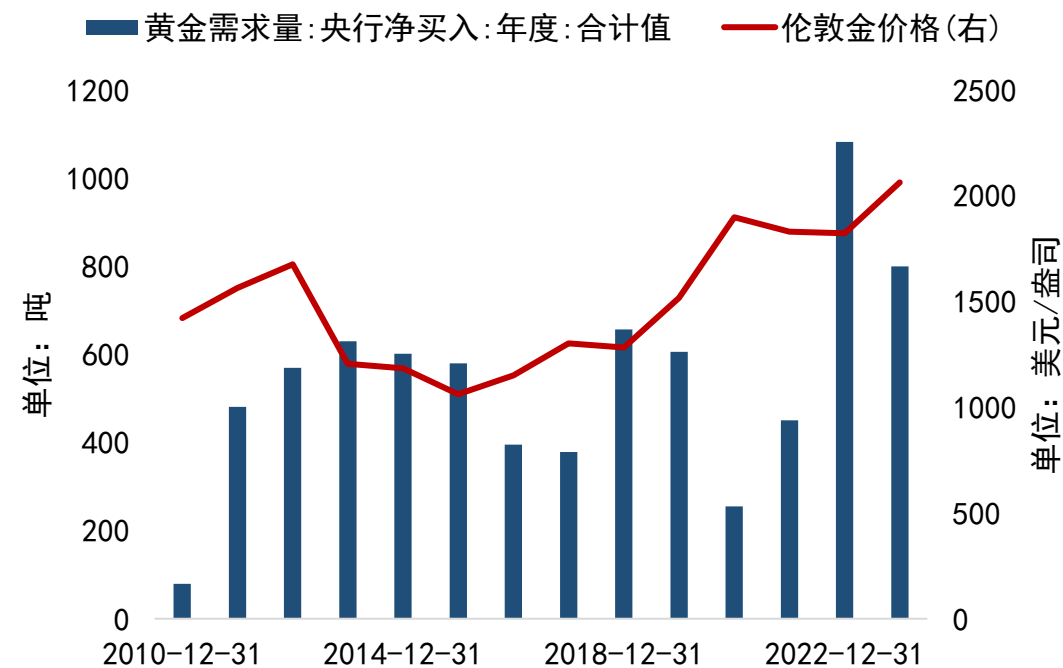
图11：资本支出增速和伦敦金价走势（2010-2025）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

注：富时金矿指数，资本开支选取样本为主营业务是黄金开采的公司，2024-2025年阴影区间为预测值。

图12：全球央行黄金净买入价格和黄金价格走势（2010-2023）

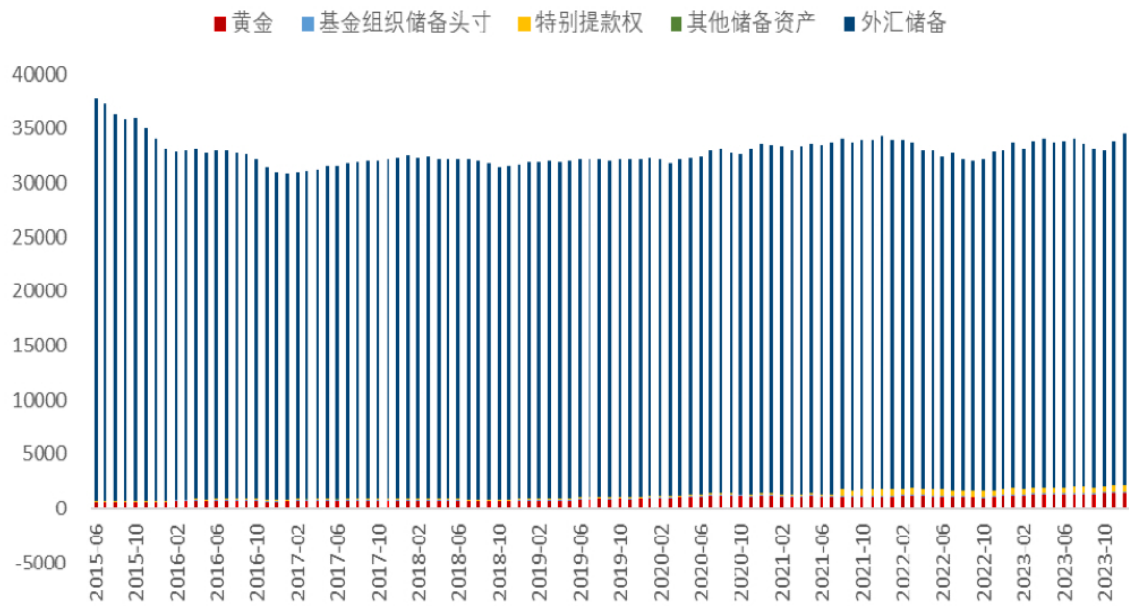


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

从官方储备资产看黄金与外汇走势

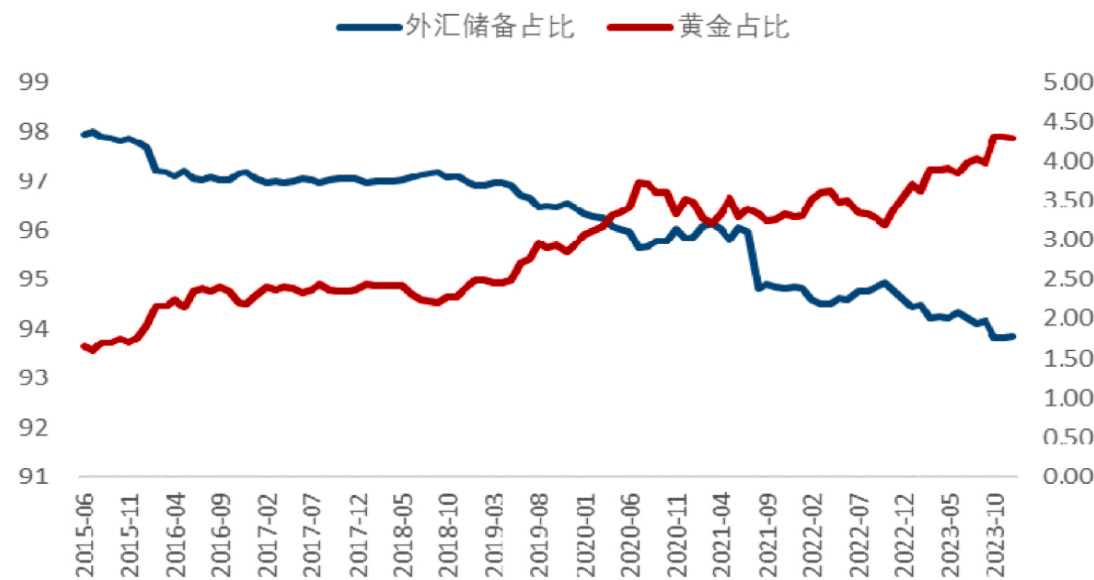
- 国内官方储备资产以外汇储备为主，黄金其次。截至2023年12月，中国外汇储备总计32379.77亿美元，黄金1482.26亿美元，特别提款权535.96亿美元，基金组织储备头寸97.47亿美元，其他资产1.45亿美元。
- 官方储备资产中外汇储备占比和黄金储备占比变动趋势存在分化。2015年6月至2023年12月，外汇储备占比从97.94%降至93.86%；黄金占比从1.65%升至4.30%。

图13：中国官方储备资产配置情况（2015-2023）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图14：中国官方储备资产外汇和黄金占比趋势图（2015-2023）

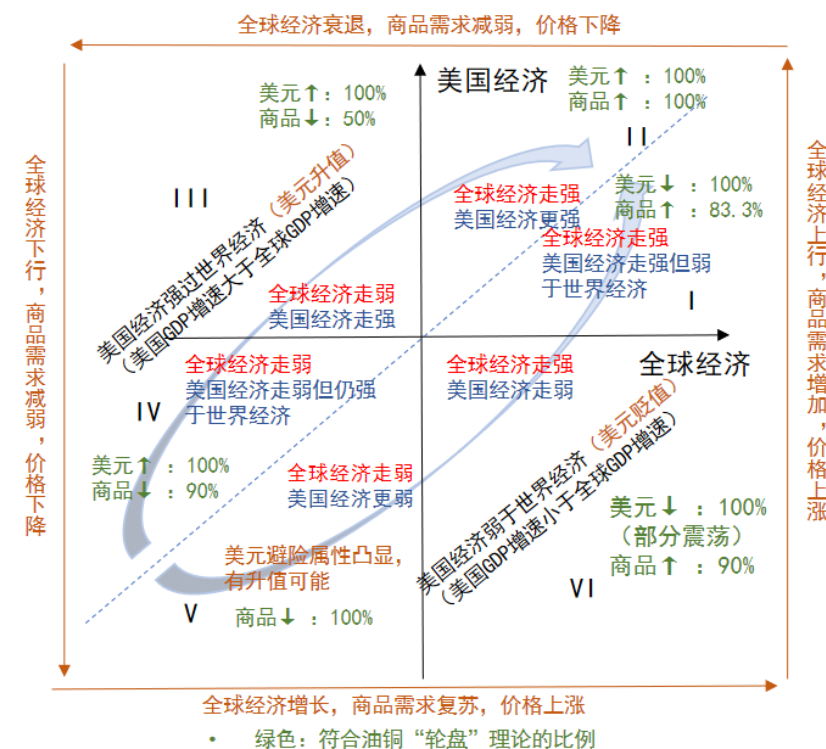
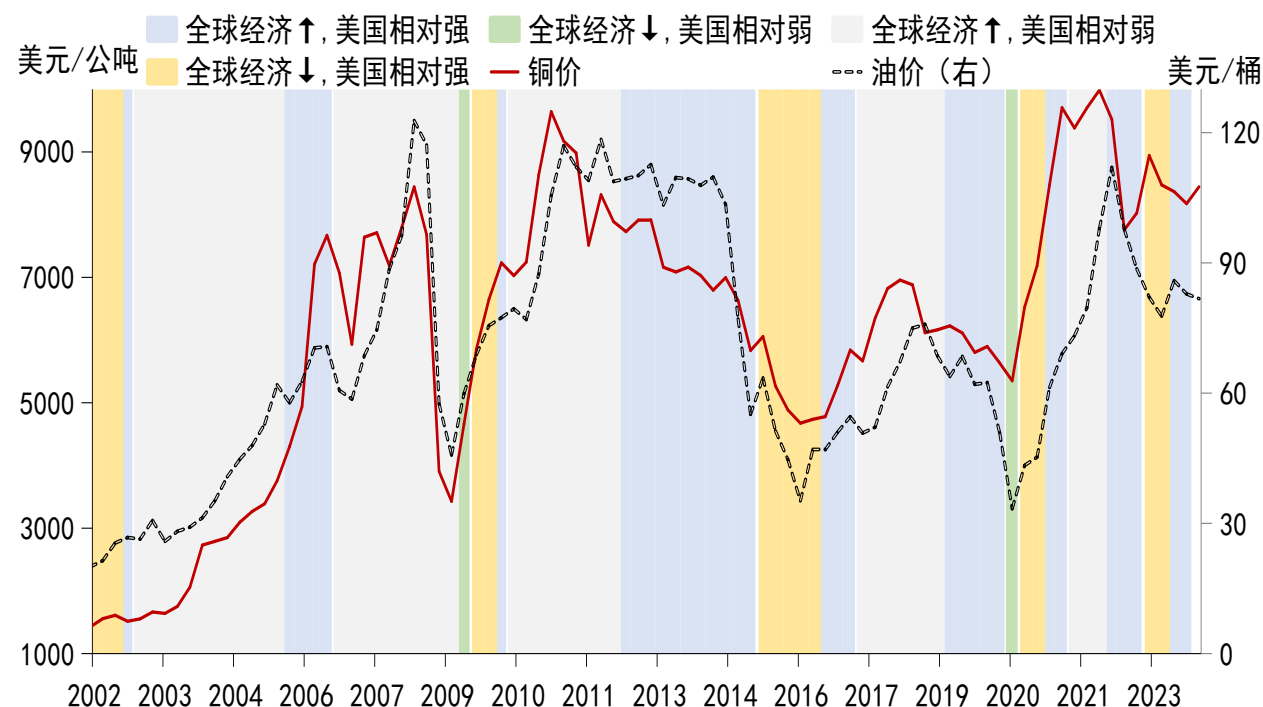


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

联储鹰派下资源品为什么能够上涨

- 供给驱动是年初以来有色上涨的核心原因，避险情绪是贵金属的上涨根本原因；
- 从基本面角度，全球经济复苏、美国经济更强时（23H2以来）美元和商品可以同涨。

图15：全球经济复苏、美国经济更强时，美元和商品可以同涨

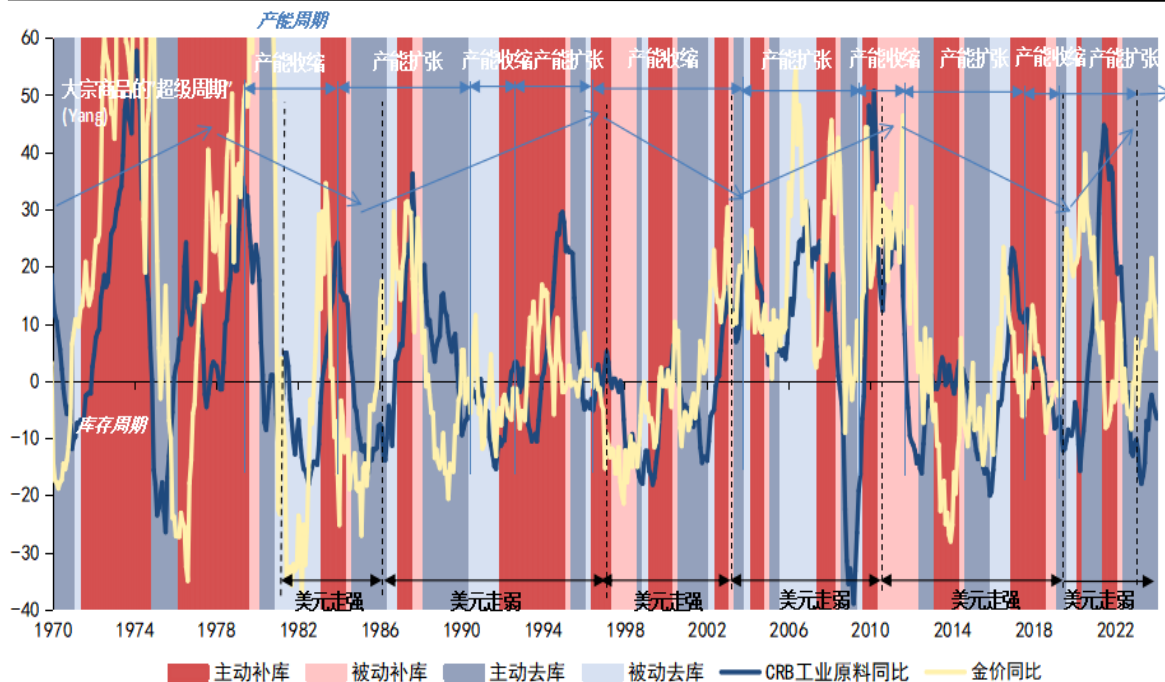


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

超长周期下的资源品行情

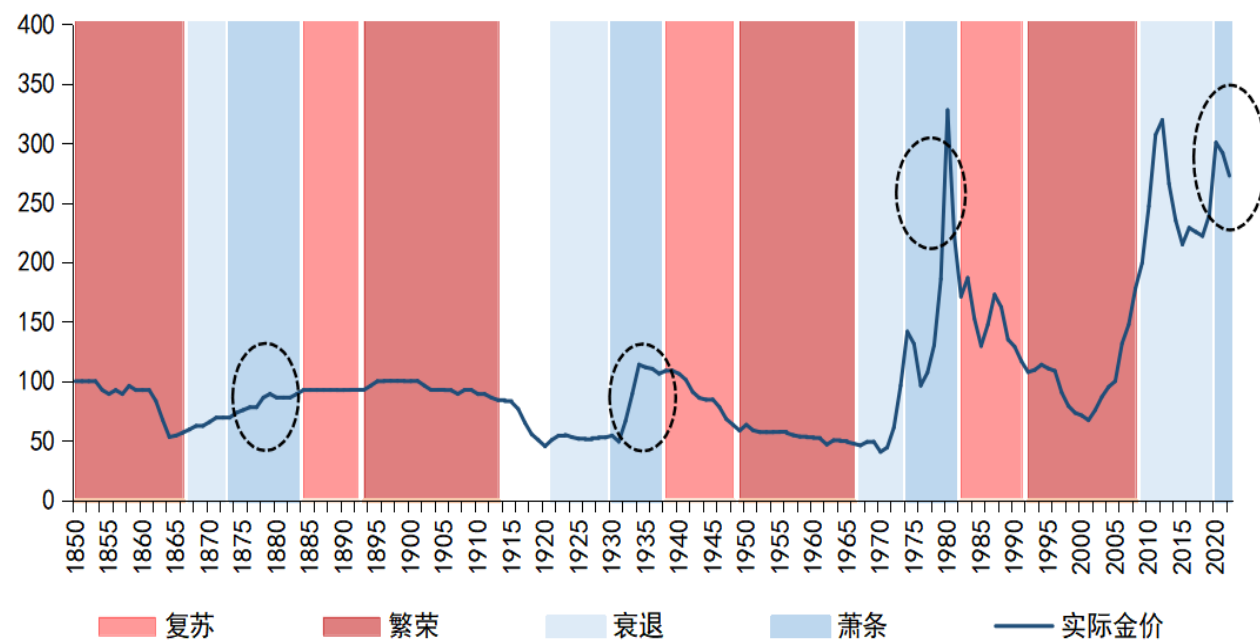
- 周期嵌套来看，短期库存周期↑、中期产能周期阶段↑，长期超级周期（美元为影子指标）短期偏鹰但终将下行；总体看利多资源品，但资源品上行空间很难比得上2021年；
- 超长周期来看，海外康波尾声的萧条期往往陷入技术瓶颈和存量博弈，资源品（铜、金）长期上行逻辑成立。

图16：产能周期、库存周期和超级周期下商品价格复盘



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图17：历次全球康波周期尾声，金价均迎来价值重估



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

资源品种金属配置价值先于原油

- 高频指标跟踪原油走势
 - 原油-美国钻机数量(+)、全球制造业PMI(+)、WTI基金持有净多头(+)
 - 原油价格具备商品属性和金融属性。从商品属性看，我们发现美国原油钻机数量和全球制造业PMI往往领先于原油价格，是供给端和需求端的前瞻反应；从金融属性看，我们发现 WTI原油衍生品净多头领先于原油价格，体现了金融市场的预期。根据4月份的数据，全球制造业 PMI有所下行，指示原油配置价值有所降低。

图18：美国钻机数量和原油价格走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图19：全球制造业PMI和原油价格走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图20：全球WTI期货净多头持仓和原油价格走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

强美元下的利差锚和人民币汇率走势

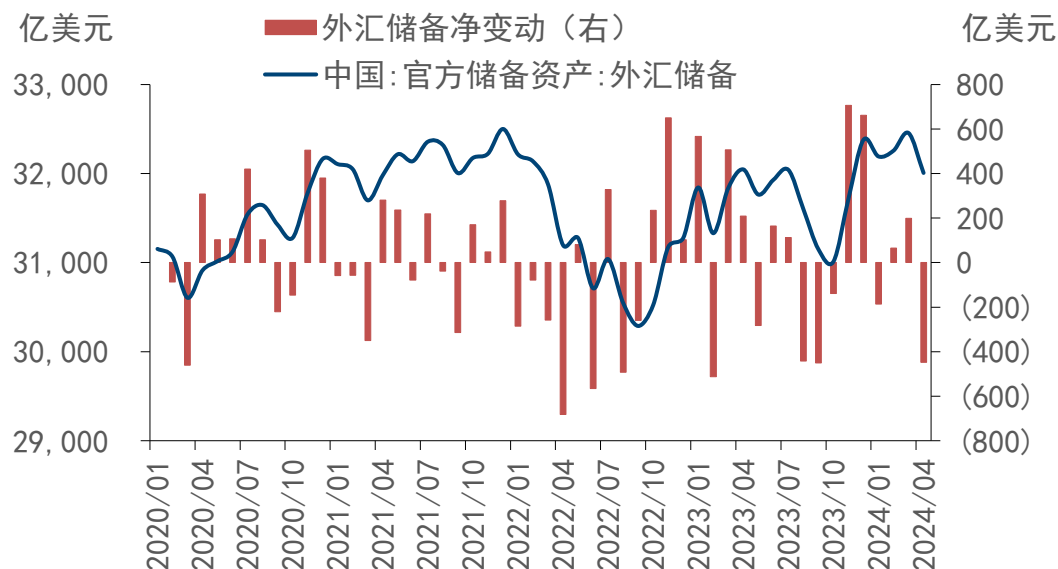
- 人民币汇率和利差锚的走势相关：过去一年多是时间里中美利差锚大幅走阔，一方面美国高通胀牵制货币政策迟迟无法放宽，美债利率高企；另一方面国内利率中枢下降；中美利差锚轧差拉大带动人民币兑美元汇率出现贬值。
- 另一方面，外汇储备3月份出现金450亿美元的减少。2024年初以来美元兑人民币、日元、韩元、泰铢分别升值1.98%、8.47%、5.58%和7.05%。人民币汇率在本轮亚太市场汇率贬值的过程中保持了相对韧性。此外，近期外资的流入支撑了人民币汇率韧性的假设，短期内无需担忧汇率对股市的影响。
- 需要警惕美元强势、人民币承压的潜在窗口期在6月：一方面在海外通胀数据，另一方面在于6月欧央行会议后是否步入连续降息的周期。一旦欧央行确认降息周期，美元韧性对非美货币汇率的压力就会继续体现。

图21：中美利差和人民币汇率走势



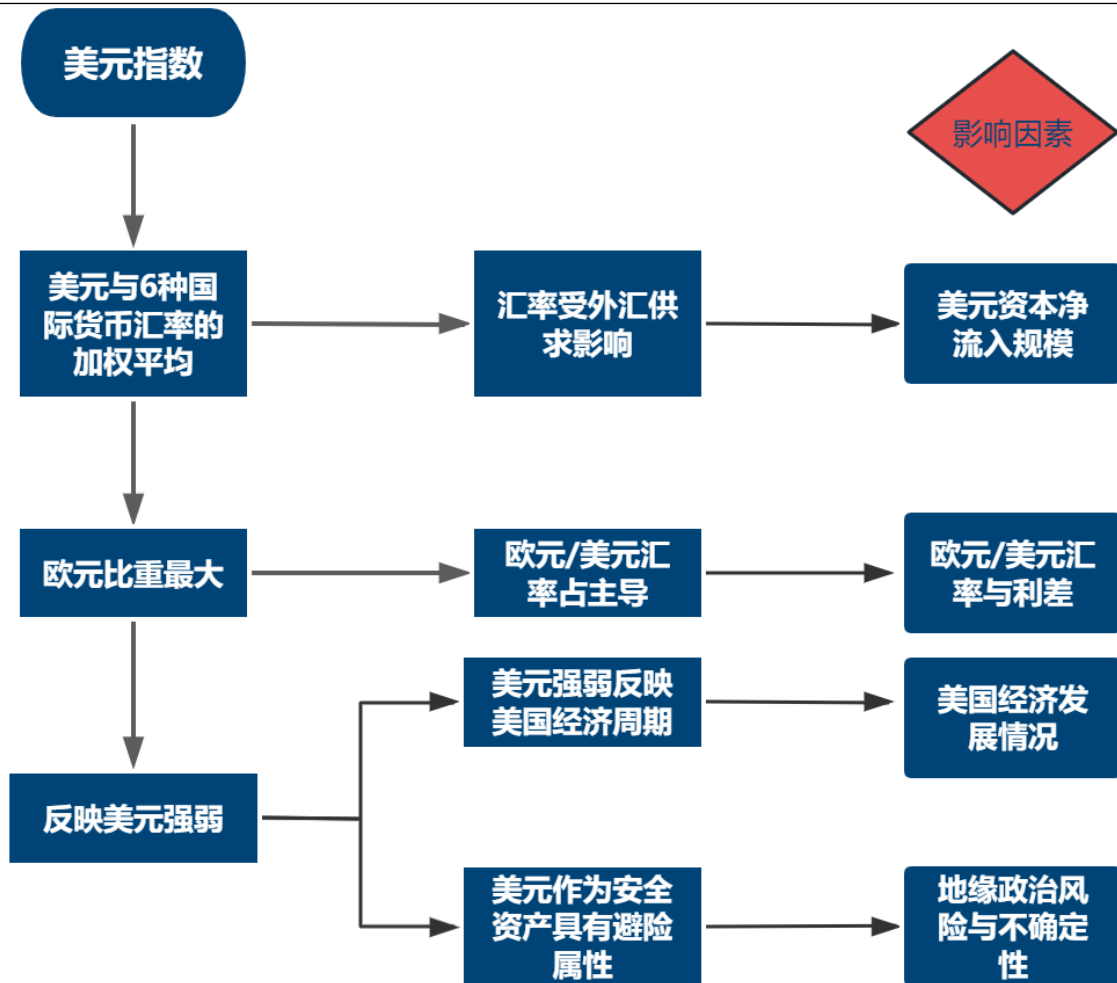
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图22：外汇储备存量和变化量走势



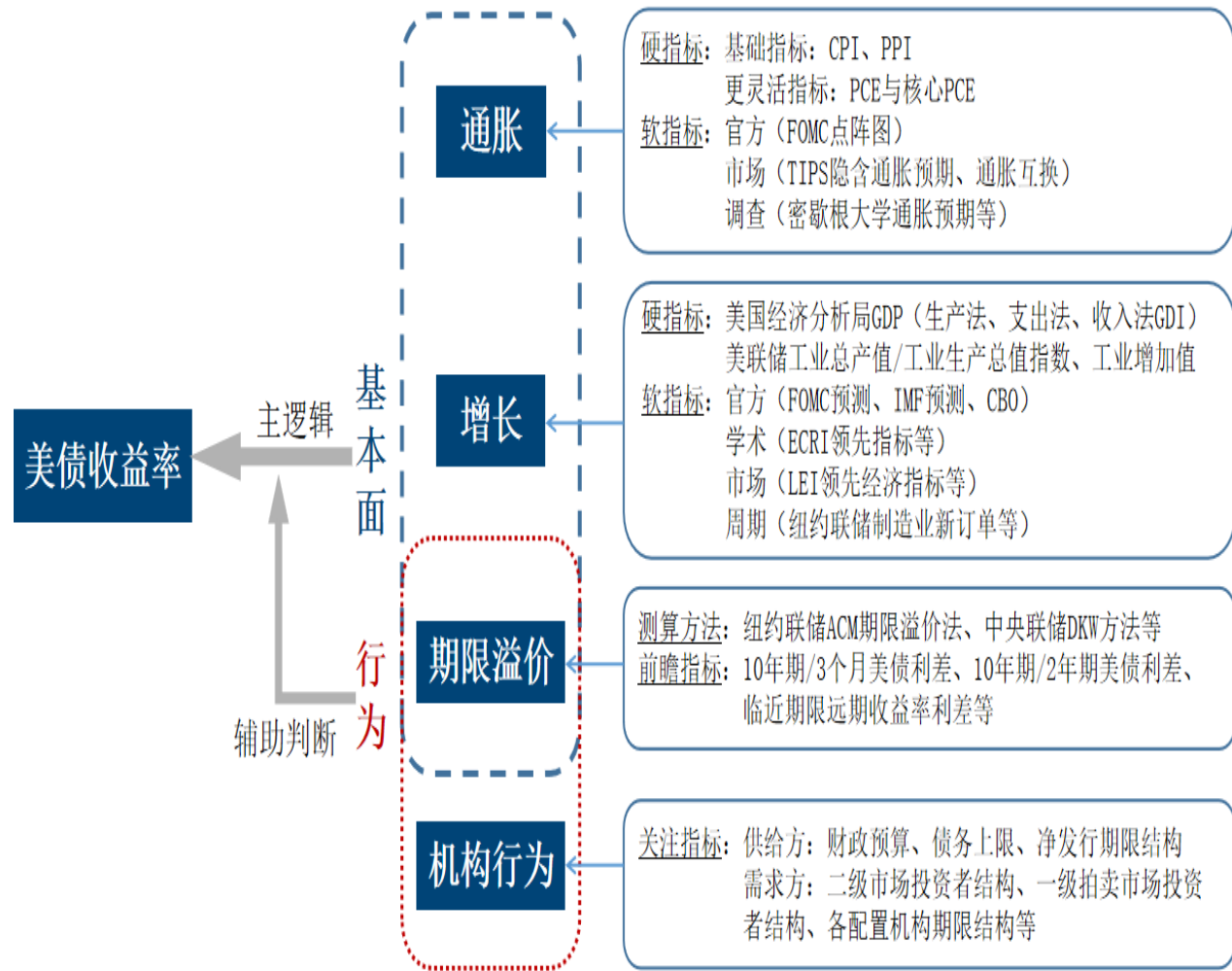
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图23：美元指数分析框架思维导图



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图24：美债定价“3+1”框架



资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

01 大类资产配置观点

02 海外市场配置建议

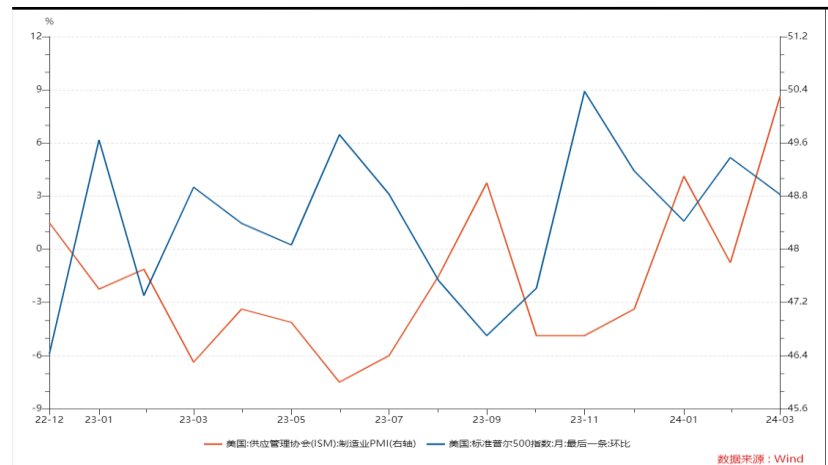
03 国内市场配置建议

04 海外投资的配置工具

短周期：全球股市配置的宏观择时

- 宏观择时之一，关键是找到核心变量。每轮股市的行情均有一条主线对应，这会改变股市和某些经济变量的相关性。
 - 美股在2021年11月至今走的是通胀降温、降息预期的行情，所以PMI走低意味着经济衰退，降息预期高涨，股市上行。
 - 美股在2009年金融危机后是经济复苏，企业盈利改善的行情，所以PMI走低意味着企业盈利下行，股市下行。
- 所以，对于美国而言，核心变量在2009年金融危机后为企业税后利润，在2021年11月至今为通胀预期差。

图28：2021年11月至今，美国PMI与标普500收益率成反比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图27：2009年-2019年，美国PMI与标普500收益率成正比



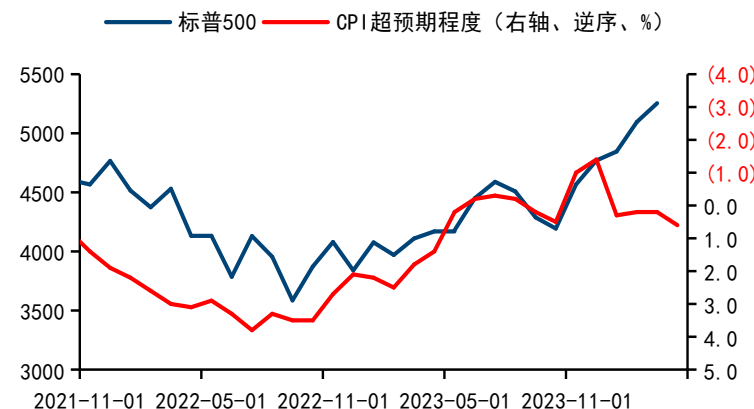
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图25：2009年-2019年，企业税后利润vsSPX



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

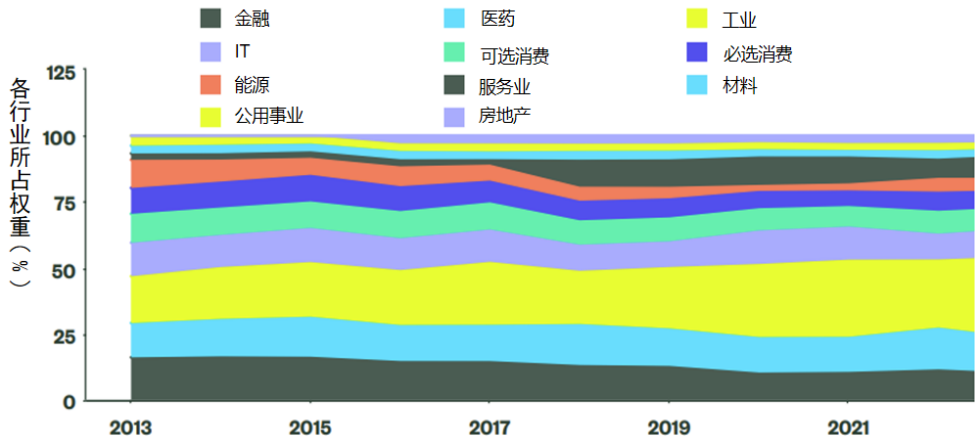
图26：2021年11月至今，CPI超预期vsSPX



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

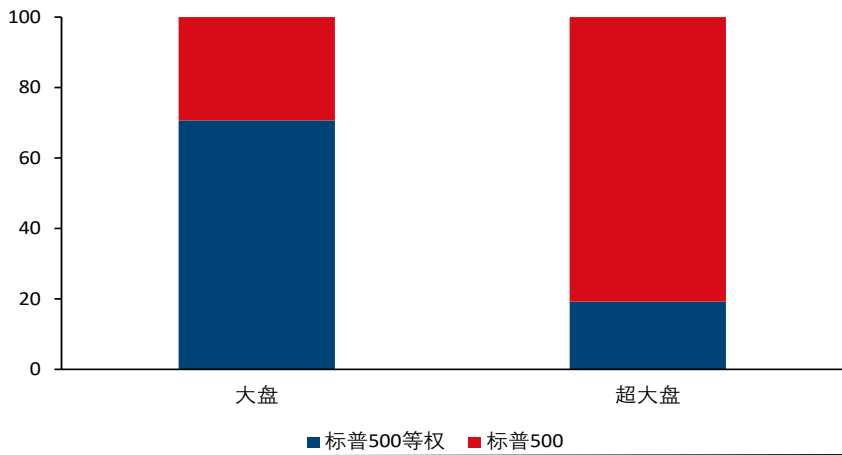
以SPX指数为例探讨等权指数的重要性

图29：SPX指数IT行业权重持续上升



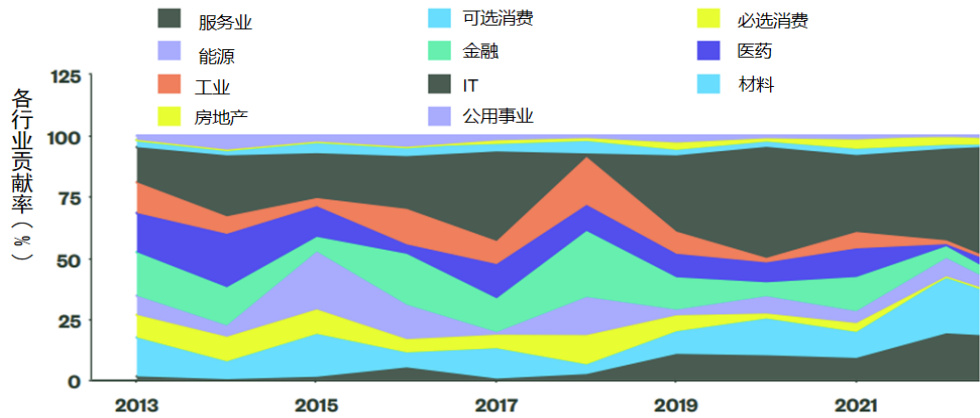
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图31：SPX指数中大盘股占据大部分权重



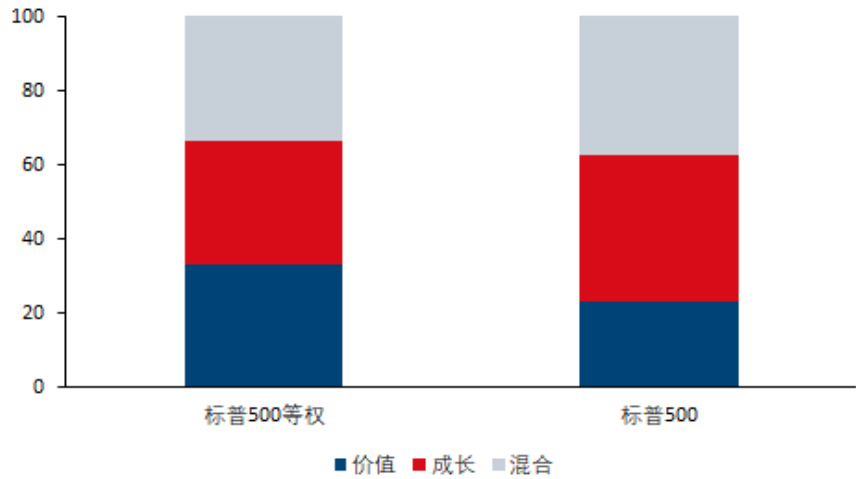
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图30：IT行业个股对SPX收益率的贡献持续上升



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图32：SPX指数风格转向价值



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

对主要指数近20年、10年、5年、3年和1年的估值、盈利和分红贡献进行测算，发现法国、德国、日本是典型的分红主导市场，印度、越南以高盈利为主，美股同时体现了高分红+高盈利的特征。

图33：主要指数贡献度列举（近20年、10年、5年、3年、1年）

		法国CAC	德国DAX	纳斯达克100	标普500	道琼斯工业	日经225	东证指数	越南VN30	MSCI印度	沪深300
1年	估值贡献	3%	-2%	10%	16%	7%	26%	21%	3%	25%	-19%
	盈利贡献	4%	14%	27%	9%	7%	12%	15%	16%	13%	5%
	分红贡献	2%	3%	1%	2%	2%	3%	3%	2%	-1%	2%
3年	估值贡献	3%	-17%	-17%	3%	-9%	-2%	6%	-38%	17%	-34%
	盈利贡献	25%	24%	45%	20%	21%	35%	34%	37%	43%	4%
	分红贡献	8%	10%	3%	6%	7%	9%	9%	4%	-13%	4%
5年	估值贡献	23%	-5%	34%	44%	22%	22%	11%	-49%	32%	-23%
	盈利贡献	28%	27%	138%	50%	36%	56%	45%	61%	86%	13%
	分红贡献	20%	24%	15%	21%	22%	27%	23%	9%	-35%	11%
10年	估值贡献	34%	-5%	84%	86%	70%	45%	28%		49%	
	盈利贡献	50%	51%	338%	99%	70%	126%	105%		164%	
	分红贡献	45%	48%	56%	58%	61%	73%	59%		-56%	
20年	估值贡献	-17%	4%	75%	51%	39%	30%			26%	
	盈利贡献	131%	143%	1068%	304%	229%	225%			992%	
	分红贡献	148%	202%	242%	220%	230%	163%			-345%	

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

- 从相关性看，全球主要市场股市呈现明显的正相关特征，恒生指数与其他市场股市表现为负相关。无论是近10年还是近1年来看，欧美、日本、越南和印度股市的相关性较强，其与黄金走势相关性也较强。对于沪深300而言，虽然近1年表现与其他市场呈负相关，但近10年视角依然是较强的正相关性，对比来看，恒生指数负相关较强，无论是长短期视角。

图34：全球主要资产相关性分析（近1年）

	法国CAC40	德国DAX	英国富时100	标普500	日经225	越南VN30指数	MSCI印度	恒生指数	沪深300	黄金
法国CAC40	1.00									
德国DAX	0.97	1.00								
英国富时100	0.76	0.65	1.00							
标普500	0.87	0.94	0.46	1.00						
日经225	0.80	0.89	0.33	0.97	1.00					
越南VN30指数	0.73	0.76	0.40	0.80	0.80	1.00				
MSCI印度	0.75	0.83	0.35	0.95	0.94	0.69	1.00			
恒生指数	-0.32	-0.45	0.08	-0.65	-0.71	-0.29	-0.81	1.00		
沪深300	-0.28	-0.41	0.09	-0.62	-0.64	-0.23	-0.79	0.98	1.00	
黄金	0.63	0.72	0.33	0.82	0.82	0.56	0.84	-0.76	-0.70	1.00

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35：全球主要资产相关性分析（近10年）

	法国CAC40	德国DAX	英国富时100	标普500	日经225	越南VN30指数	MSCI印度	恒生指数	沪深300	黄金
法国CAC40	1.00									
德国DAX	0.96	1.00								
英国富时100	0.68	0.61	1.00							
标普500	0.93	0.93	0.46	1.00						
日经225	0.94	0.95	0.50	0.95	1.00					
越南VN30指数	0.82	0.83	0.50	0.90	0.82	1.00				
MSCI印度	0.94	0.92	0.59	0.94	0.93	0.88	1.00			
恒生指数	-0.34	-0.21	0.00	-0.31	-0.31	-0.04	-0.34	1.00		
沪深300	0.43	0.57	0.05	0.57	0.53	0.60	0.45	0.31	1.00	
黄金	0.81	0.82	0.30	0.90	0.86	0.68	0.80	-0.46	0.44	1.00

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

短周期：全球股市配置的宏观择时

- 宏观择时之二，股市情绪。我们采用主观投资信心指数和客观的衍生品隐含波动率作为股市情绪的跟踪指标
- 宏观择时之三，技术面。以RSI、KDJ、BOLL和WR作为技术面指标。
- 加权重：对核心指标、情绪面指标和技术面指标分别打分，将打分加权为总分，权重分别为80%、10%和10%。
- 现金配置：总分越高，现金配置比例越低。
- 对2024.5各股市配置的排序依次为：德国（17.14%）、法国（17.14%）、日本（17.14%）、印度（16.19%）、英国（15.24%）、中国香港（15.24%）、美国（1.9%）、越南（0%）。

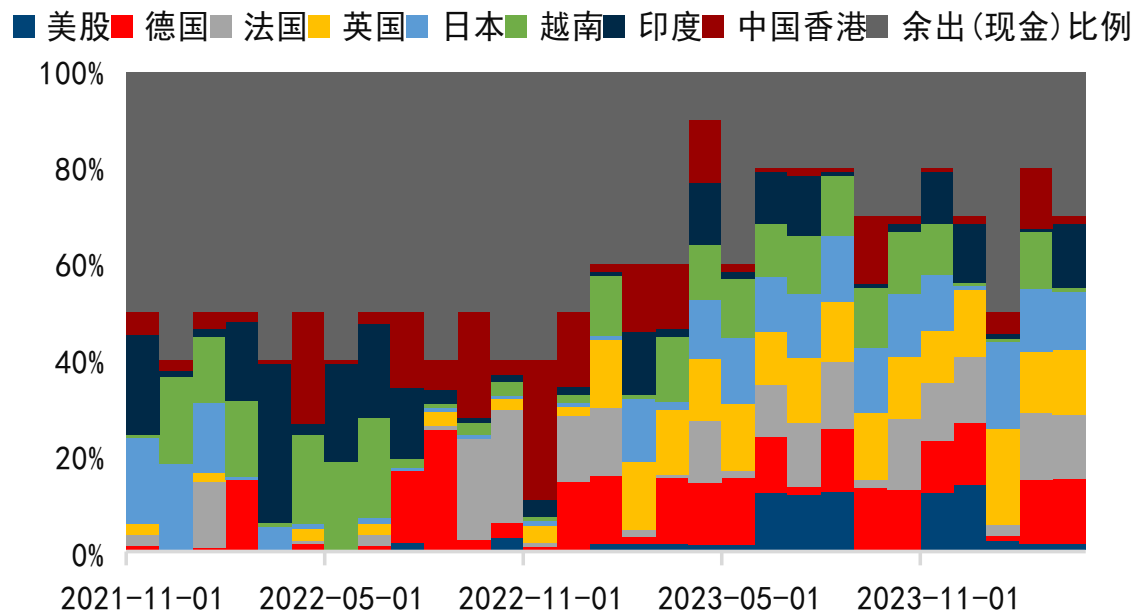
图36：全球主要股市配置最新信号（2024.5）

地区	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市	地区	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市
美国	核心指标	通胀	超预期	🔴	德国	核心指标	通胀趋势	下行	🟢
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	🟢		情绪面指标	Sentix投资信心指数 未来30天隐含波动率	乐观 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	提示超买	🔴			KDJ	提示超买	🔴
		BOLL	无明显信号	-			BOLL	无明显信号	-
WR		提示超买	🔴	WR	提示超买		🔴		
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	提示超买	🔴			KDJ	无明显信号	-
		BOLL	无明显信号	-			BOLL	卖出信号	🔴
WR		提示超买	🔴	WR	提示超买		🔴		
日本	核心指标	消费者信心	走强	🟢	越南	核心指标	出口增速	走弱	🔴
	情绪面指标	Sentix投资信心指数 未来30天隐含波动率	乐观 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	提示超买	🔴			BOLL	无明显信号	-
		BOLL	无明显信号	-			WR	无明显信号	-
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 未来30天隐含波动率	净流出 下行	🔴 🟢		技术面指标	RSI	无明显信号	-
	技术面指标	RSI	提示超买	🔴			KDJ	无明显信号	-
		KDJ	提示超买	🔴			BOLL	无明显信号	-
		BOLL	无明显信号	-			WR	无明显信号	-
WR		提示超买	🔴						

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：对于不同指标和股市走势的相关性，详见附录。

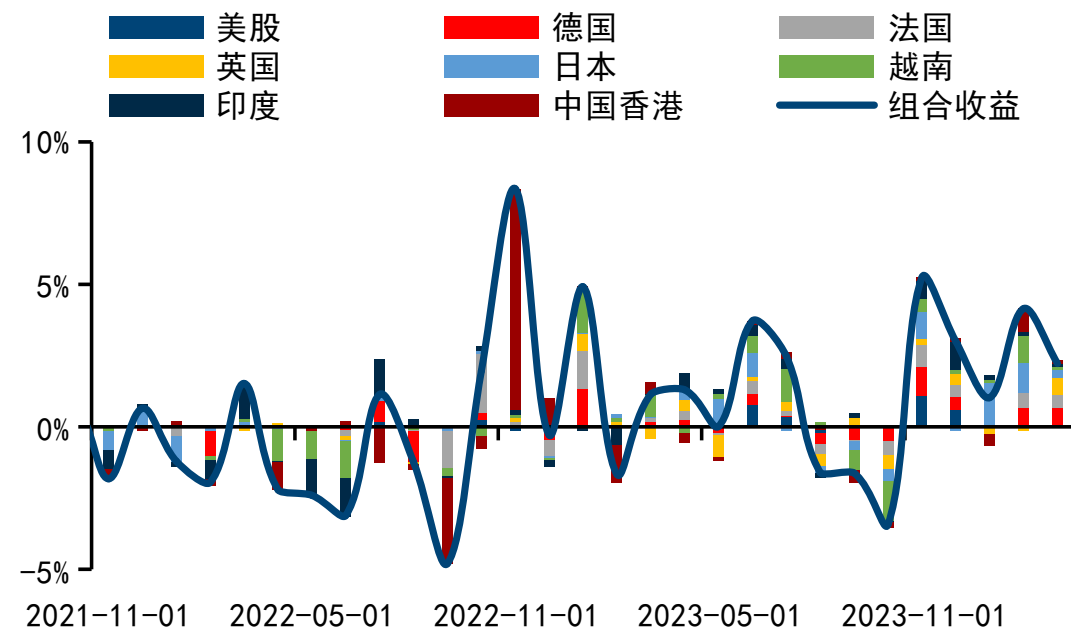
- **组合收益并不依赖美股：**美股历史最大持仓为14%，从月度收益率的贡献来看，SPX的贡献也并不高，各资产配置较为平均，体现了资产配置分散性特征。
- **现金配置发挥作用：**组合在2022年间较多的使用了现金配置，比例一度超过50%，躲过了美国本世纪以来股债双杀最严重的一年。而在2023年主动减少了现金配置，这对于降低组合的波动率起到了很大的作用。

图37：宏观择时组合仓位设置



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

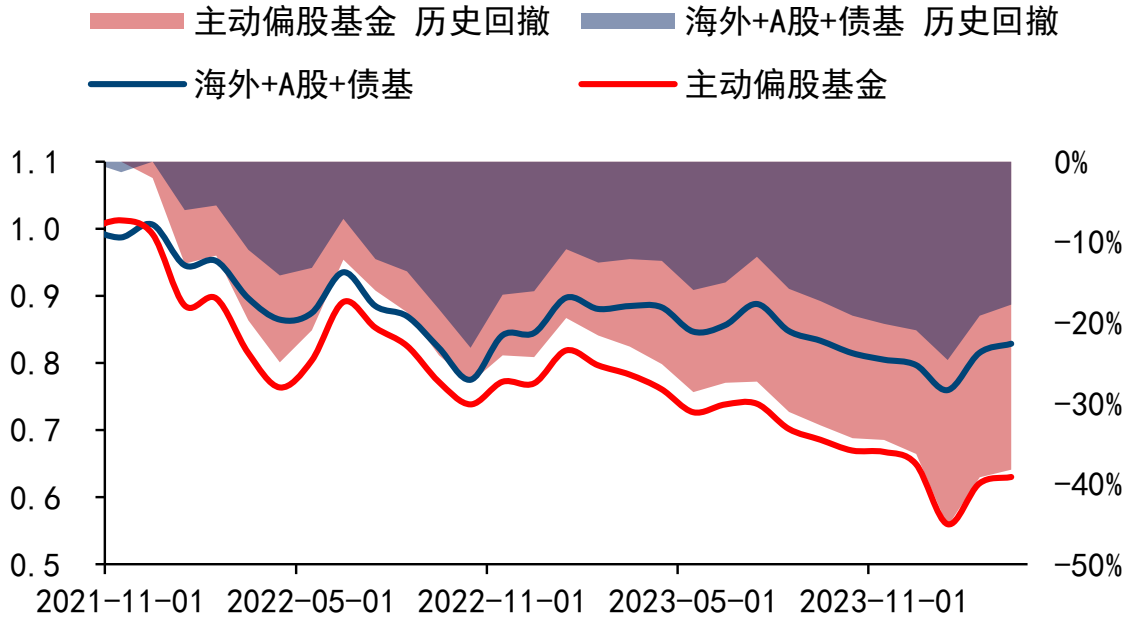
图38：宏观择时组合月度收益率贡献



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 海外股市、A股、国内债券和黄金的配比为8%-、72%+、10%和10%，
 - 以上交所黄金价格作为黄金基准，回测发现，加入黄金后组合收益率、波动率、夏普比和最大回撤得到了更好的优化。

图39：海外宏观择时+A股+债券+黄金的组合净值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

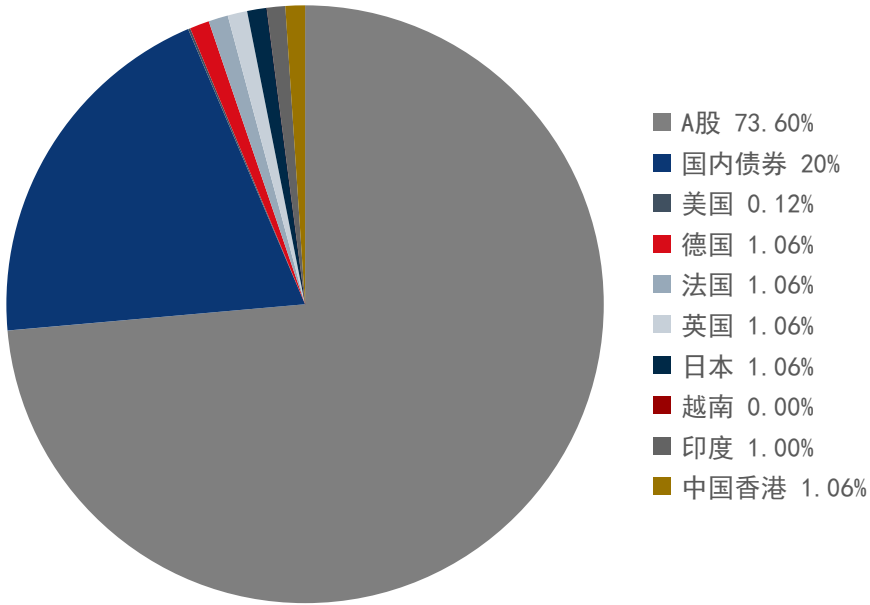
图40：海外宏观择时+A股+债券+黄金的组合指标

	组合	主动偏股基金
年化收益率	-7.48%	-17.39%
波动率	0.20	0.36
夏普比	-0.37	-0.48
最大回撤	-25%	-45%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

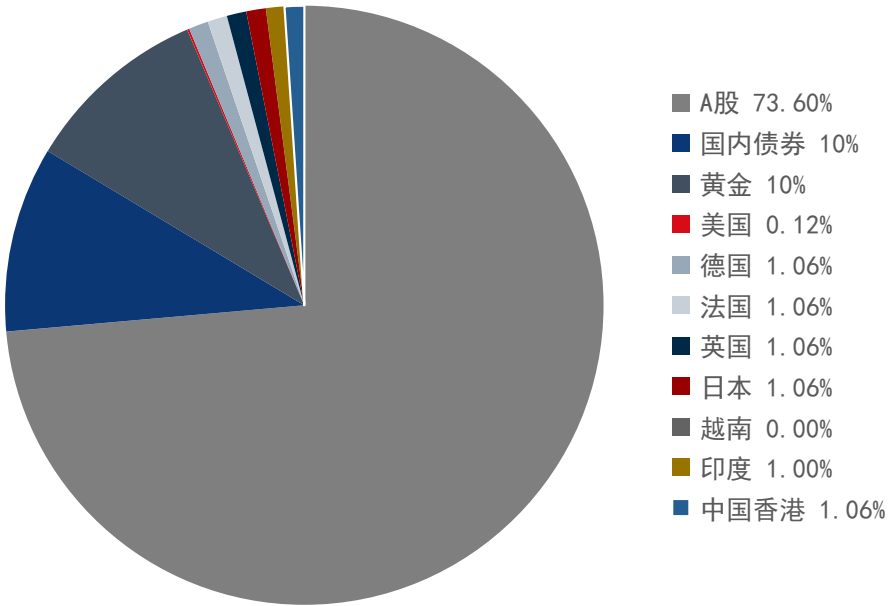
- 配置权重为：A股占比73.6%，国内债券占比20%，美国占比0.12%，德国、法国、英国、日本和中国香港分别占比1.06%，印度占比1%。
- 考虑黄金的配置权重为：A股占比73.6%，国内债券占比10%，黄金占10%，美国占比0.12%，德国、法国、英国、日本和中国香港分别占比1.06%，印度占比1%。

图41：最新一期全球配置组合中，各资产的配置比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42：最新一期全球配置组合中，各资产的配置比例（含黄金）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

01 大类资产配置观点

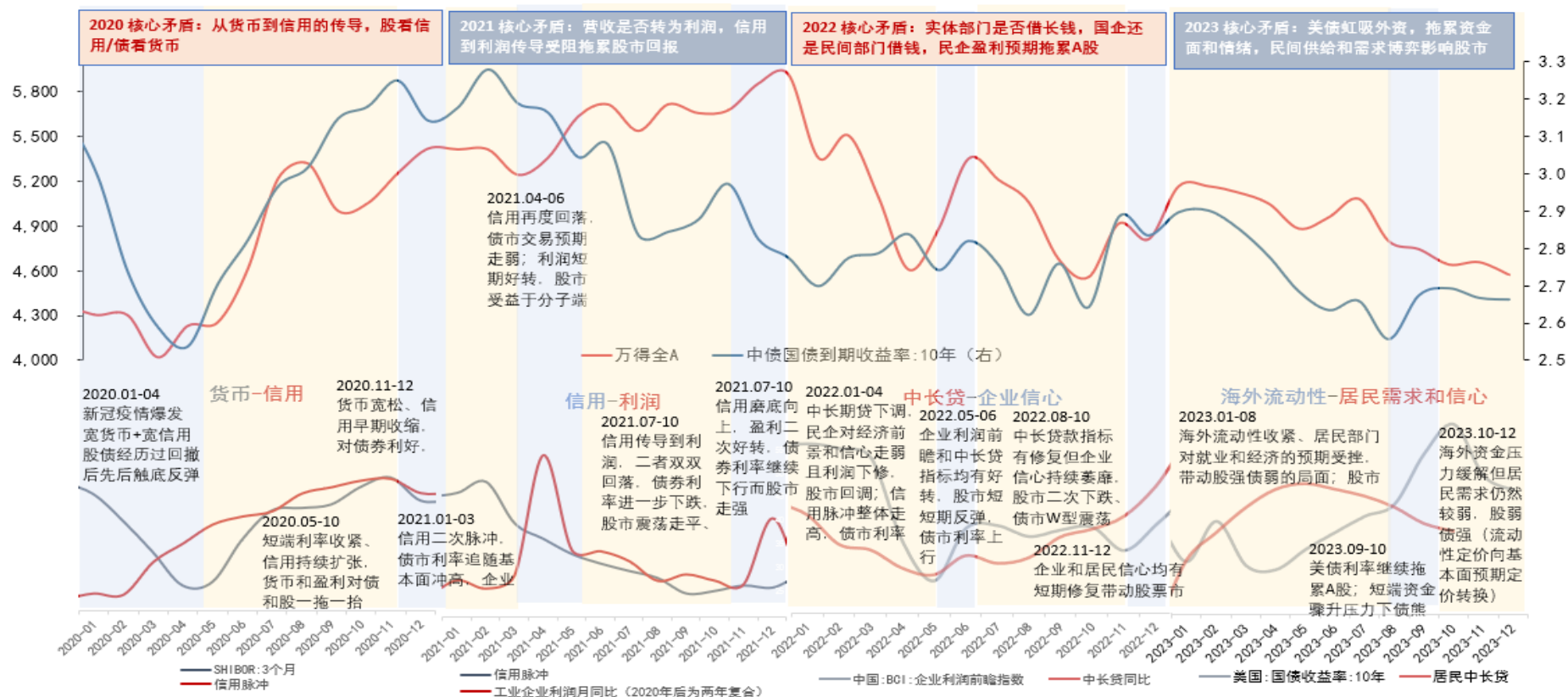
02 海外市场配置建议

03 国内市场配置建议

04 海外投资的配置工具

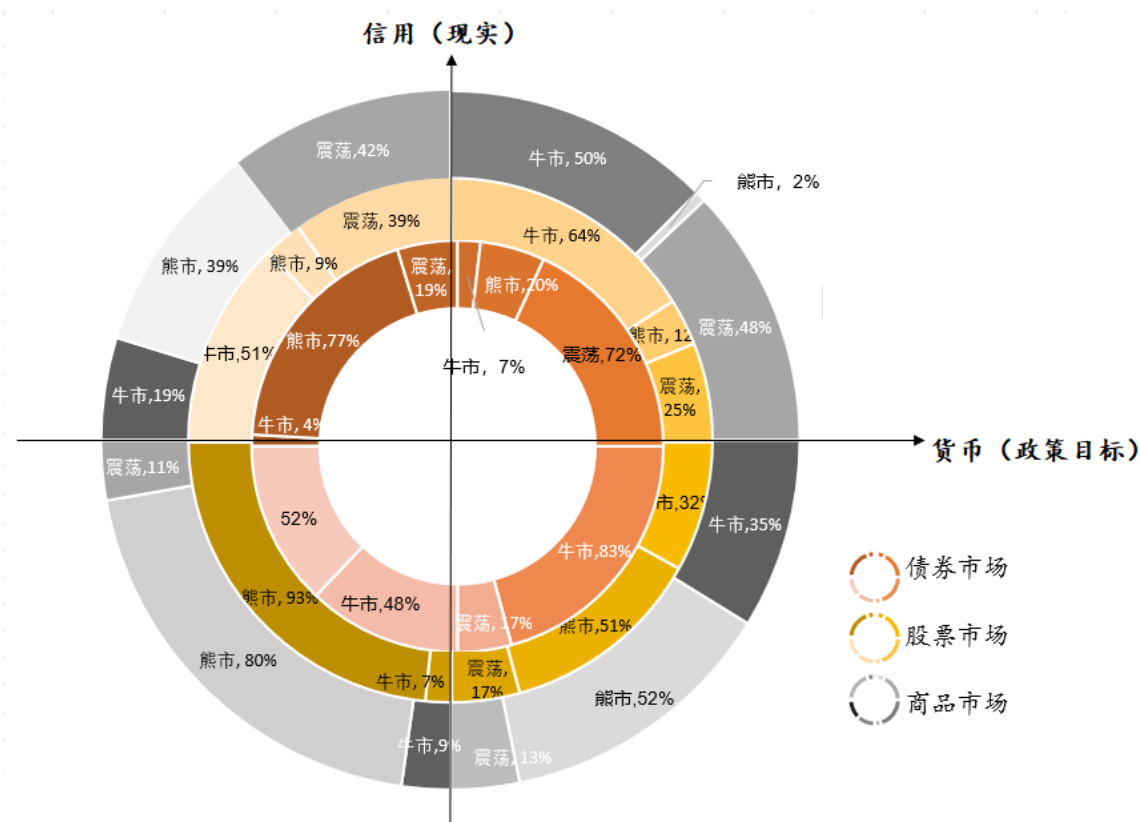
近4年大类资产配置框架的变迁

图43：近4年以来大类资产配置模型的选择和变迁历程



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图44：四类“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

图45：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46：前瞻指标提示信用紧缩还在继续

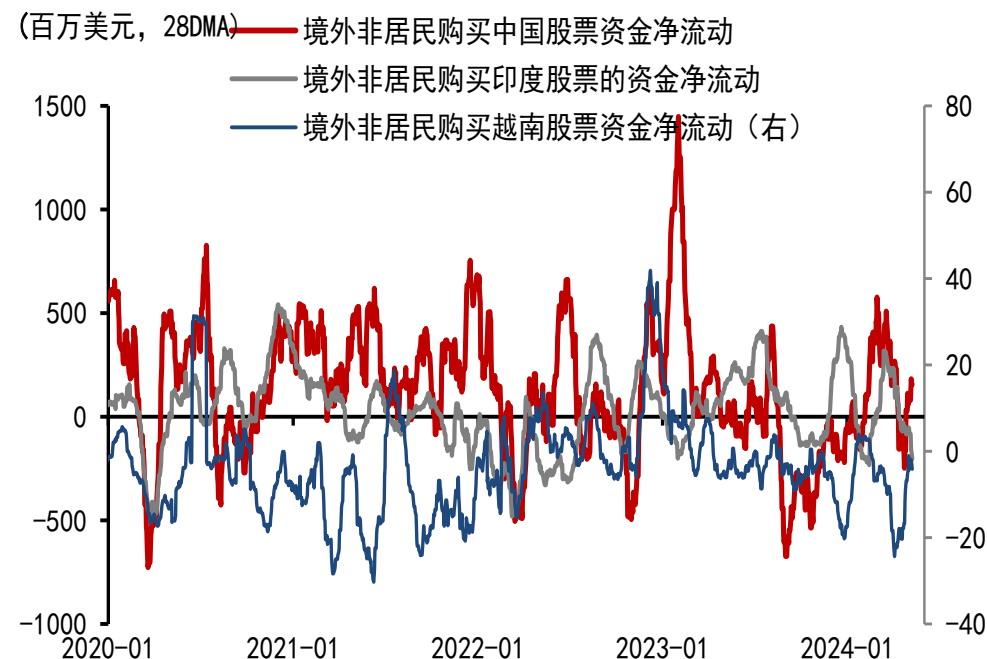


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

关于外资流动A股市场：延续性的探讨

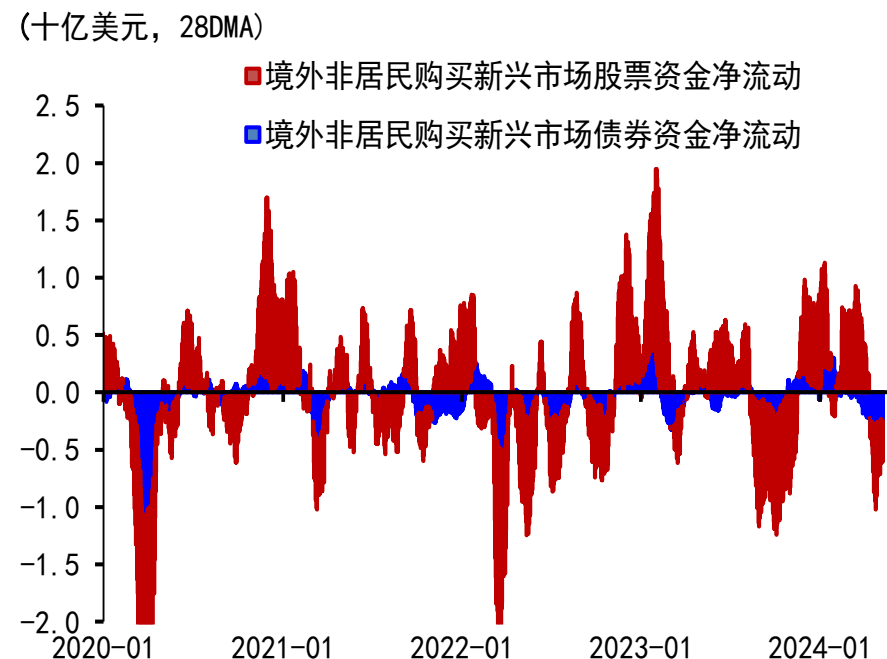
- 五·一前后外资集中看多中国市场，A+H股出现大量资金净流入；主要逻辑还在东亚区域主题资金的回补交易。
- 回补交易利好A股，逻辑主要包含三方面：（1）美国4月制造业PMI只有49.2%，跌破荣枯线；（2）美国5月议息会议整体较鹰，在美国核心通胀居高不下，降息仍需耐心等待，而国内利率节前开启了上行，一定程度缩窄了利差锚，对外资流入压力在缓释；（3）假期前后各线城市地产政策各有亮点，对A股风险情绪有提振。从上述三个视角出发，外资流入A股的逻辑还在持续，对A股上涨仍可期待。风险点在于美欧之间货币政策错位：欧央行6月大概率如期降息，抢跑美联储宽松，若欧洲就此开启降息周期，则对于美元来讲短期则有韧性。和从前联储降息周期不同之处在于本次新兴市场没有基本面或者估值端较高吸引力，除去AI后也没有好的投资主题，因此即便未来美欧开启降息，降息周期初期美欧本土的资金也很难快速流向新兴市场。

图47：近期的新兴市场中，外资首选快速流入中国市场



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图48：新兴市场股/债出现空头回补交易



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图49：国内股市配置的指标选取及处理方式

分类	指标	处理	股市相关性
宏观指标	国房景气指数	去除趋势，减去近18个月平均数	+
	中国物流业景气指数(LPI):业务总量	去除趋势，减去近12个月平均数	
	政策脉冲	去除趋势，减去近24个月平均数	
流动性指标	利差	近48个月所处历史分位数	+
货币指标	Shibor 3M	数值增加或减少	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

图50：商品配置组合指标对比（2013年1月至今）

	组合	黄金	原油
年化收益率	4.53%	2.97%	-2.61%
年化波动率	0.10	0.15	0.39
夏普比	0.47	0.20	-0.07
最大回撤	-15%	-36%	-84%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

图51：国内配置组合总体对比

	股债组合	股债组合_稳健	股债商组合	股债商组合_稳健	沪深300
年化收益率	7.07%	5.48%	7.29%	9.43%	2.63%
年化波动率	0.16	0.05	0.16	0.10	0.22
夏普比	0.45	1.15	0.44	0.98	0.12
最大回撤	-22%	-5%	-22%	-13%	-41%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

图52：风险平价组合主要指标（2018年1月至今）

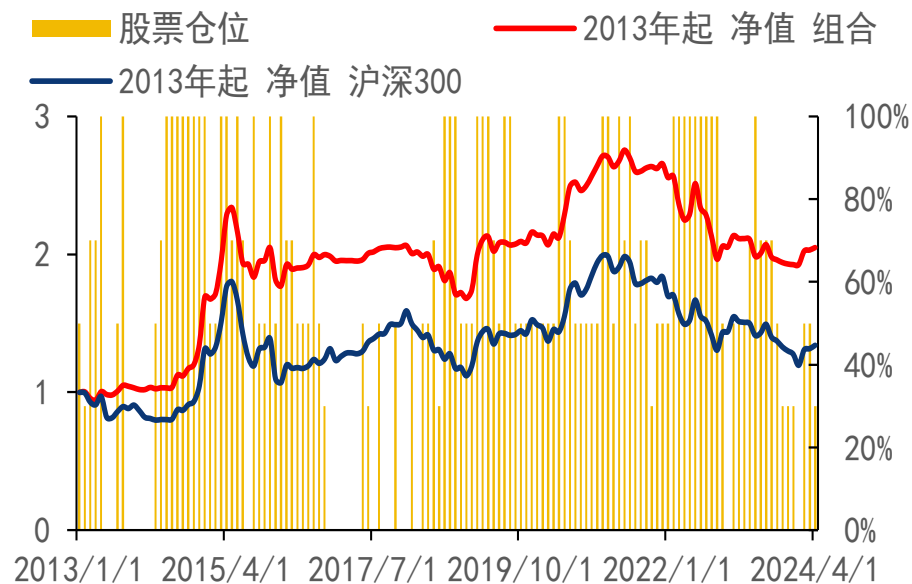
	股	债券	原油	黄金	风险平价	货币信用-风险平价
年化收益率	-1.73%	3.47%	4.49%	9.40%	4.11%	4.14%
年化波动率	0.18	0.01	0.51	0.14	0.02	0.04
夏普比	-0.10	2.93	0.09	0.69	1.93	1.03
最大回撤	-39.92%	-1.15%	-78.38%	-16.59%	-2.18%	-5.39%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

主动/被动情形对应的配置方案

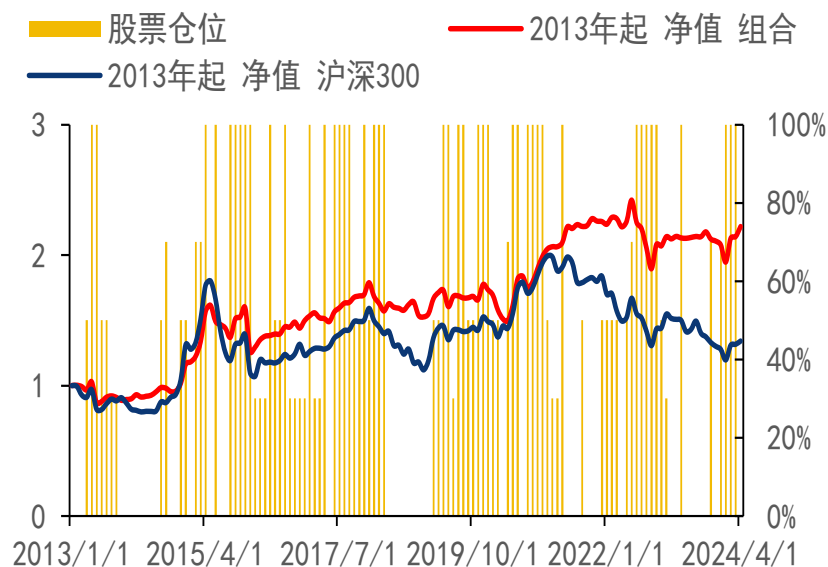
- Ø 积极配置策略：股票10%、债券30%、原油30%、黄金30%；
- Ø 稳健配置策略：股票10%、债券85%、原油2.5%、黄金2.5%；
- Ø 风险平价策略：股票3.8%、债券78%、原油5.2%、黄金9.4%。

图53：股债积极配置组合净值vs沪深300



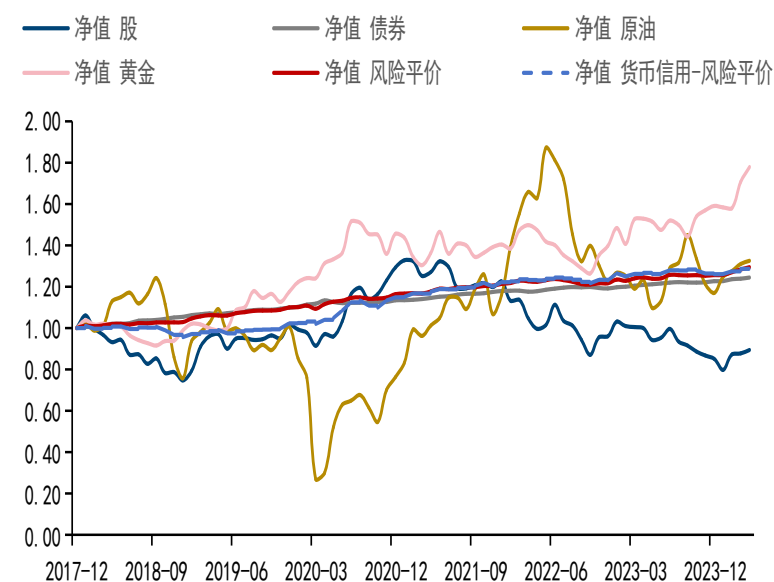
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图54：股债商组合净值vs沪深300



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图55：风险平价净值表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

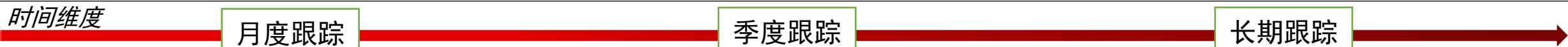
图56：不同情境下的大类资产配置比例

资产类型	宏观背景	配置建议	相比于上期	稳健配置建议	相比于上期	风险平价
股票	相比于政策前瞻的情绪改善，以政策脉冲为核心指标的股票配置更注重政策的实际落地。从政策脉冲指数看，我国3月份财政支出、税收收入和社融均呈下行趋势，指示5月份低配股票。	10.0%	➡	10.0%	➡	3.8%
债券	4月份，央行提出“长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内”，债市利率下行趋势受阻。向后看，经济复苏和地产政策再平衡的背景下，利率或将维持低位，指示5月份债券配置比例不变。	30.0%	➡	85%	➡	78%
原油	作为经济发展不可或缺的能源，原油价格具备商品属性和金融属性。从商品属性看，我们发现美国原油钻机数量和全球制造业PMI往往领先于原油价格，是供给端和需求端的前瞻反应；从金融属性看，我们发现WTI原油衍生品净多头领先于原油价格，体现了金融市场的预期。根据4月份的数据，全球制造业PMI有所下行，指示5月份原油配比低于4月份。	30.0%	⬇	2.5%	⬇	5.2%
黄金	作为安全的现金类资产，黄金价格依赖于通胀预期、实际收益率和其他资产的波动性。相较于3月份，我们发现4月份通胀预期再度上行，标普500VIX指数上行，指示5月份黄金配置比例应有所增加。	30.0%	⬆	2.5%	⬆	9.4%

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

中观行业配置体系演绎路径

图57：中观行业配置体系演绎路径



高频体系

- 基于500个高频数据拟合31个行业超额回报
- 寻找兼具相关性和领先性指标，结合草根调研
- 扩散指标构造动态指数，寻找短期错杀机会

新兴赛道

- 14个产业链选股模式
- 赛道考虑上下游独特指标，与股价相关系数作为指数权重动态调整
- 产业链景气拐点先于赛道股价择时

新质生产力

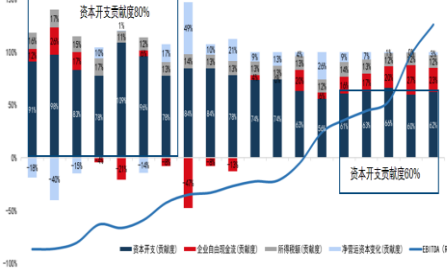
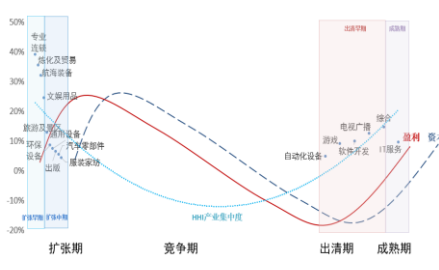
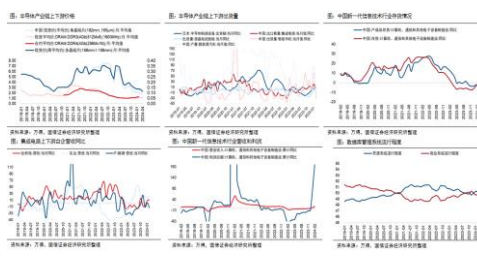
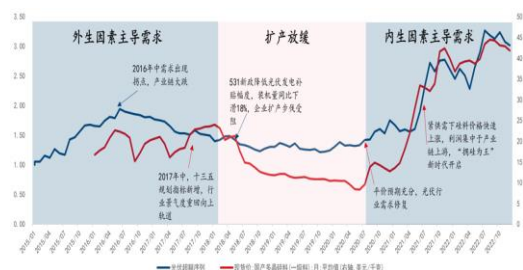
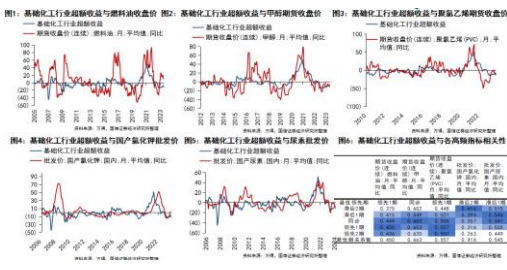
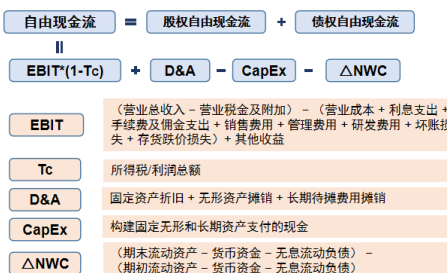
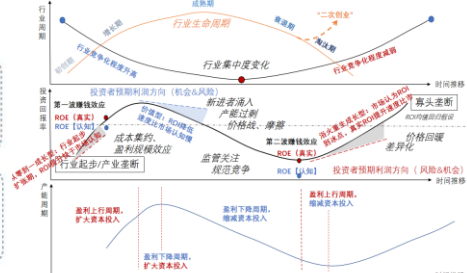
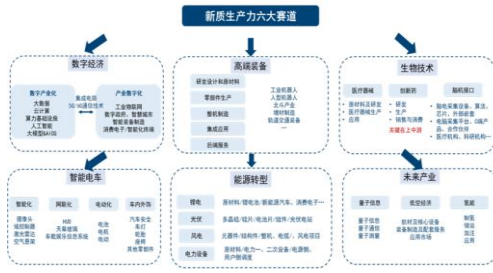
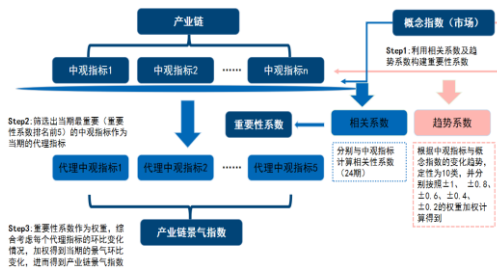
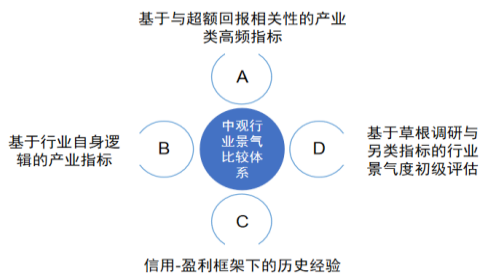
- 六大主题、40余个细分领域景气跟踪评定
- 结合估值、政策、情绪筛选占优领域布局

资本周期

- 供给端思路，企业生命周期选择初创期和出清成熟期，避开竞争阶段
- HHI，Capex，ROE三个指标定义所处位置

现金流体系

- 从利润表过渡到资产负债表和流量表，从 (Δ) ROE到关注Capex和FCF
- 结合外部融资、营商条件、开支变化和运营效率来筛选



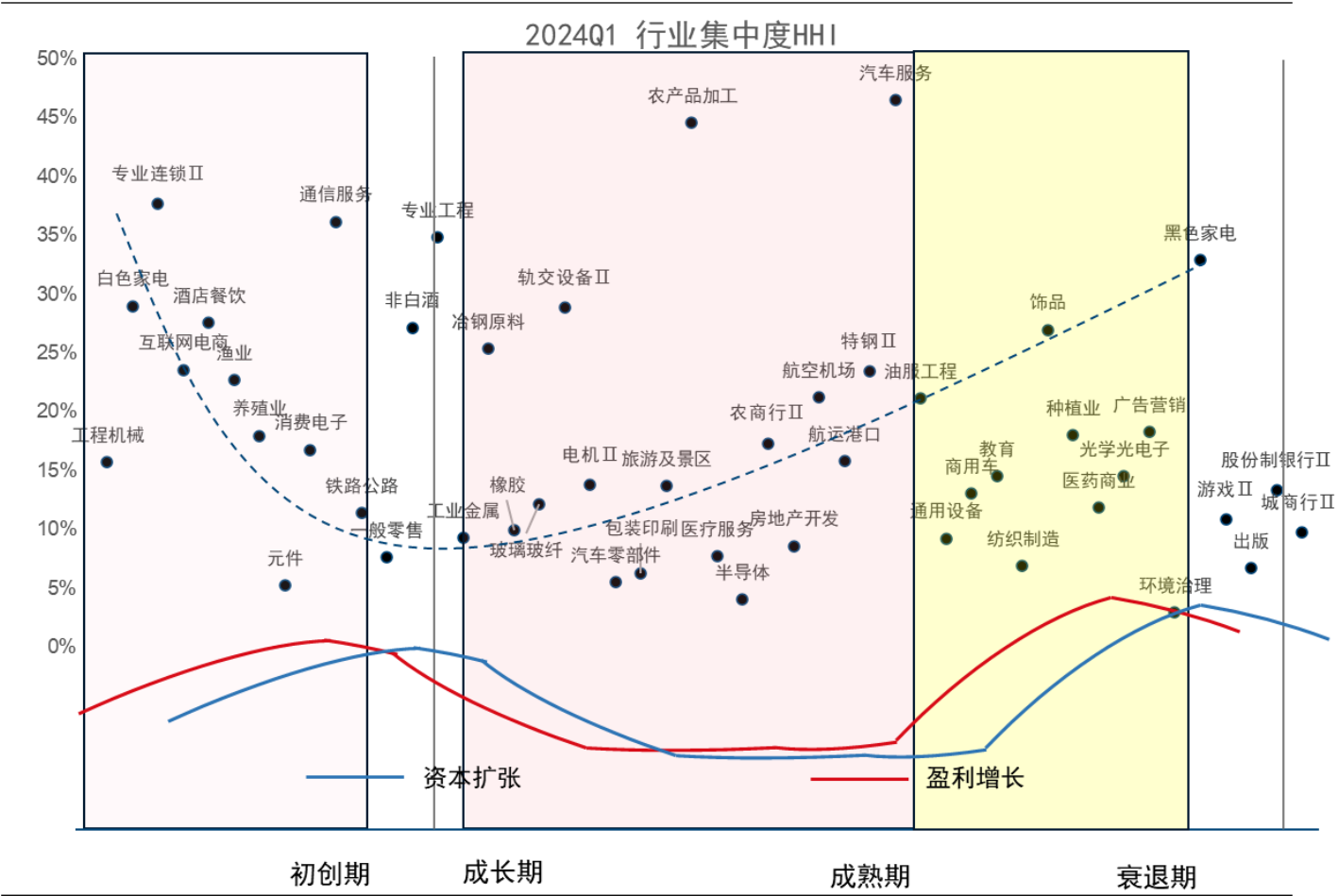
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

思路1：根据一季报资本周期定位挖掘细分行业

- 按照相对回报在历史 8 个阶段回报定位，根据一季报数据筛选得出的优势阶段行业，按照开支-盈利水平按照一季报的指引来定位，则可以发现行业集中度呈现 U 型分布。

图58：二级行业资本周期融洽程度排行（2024 Q1）

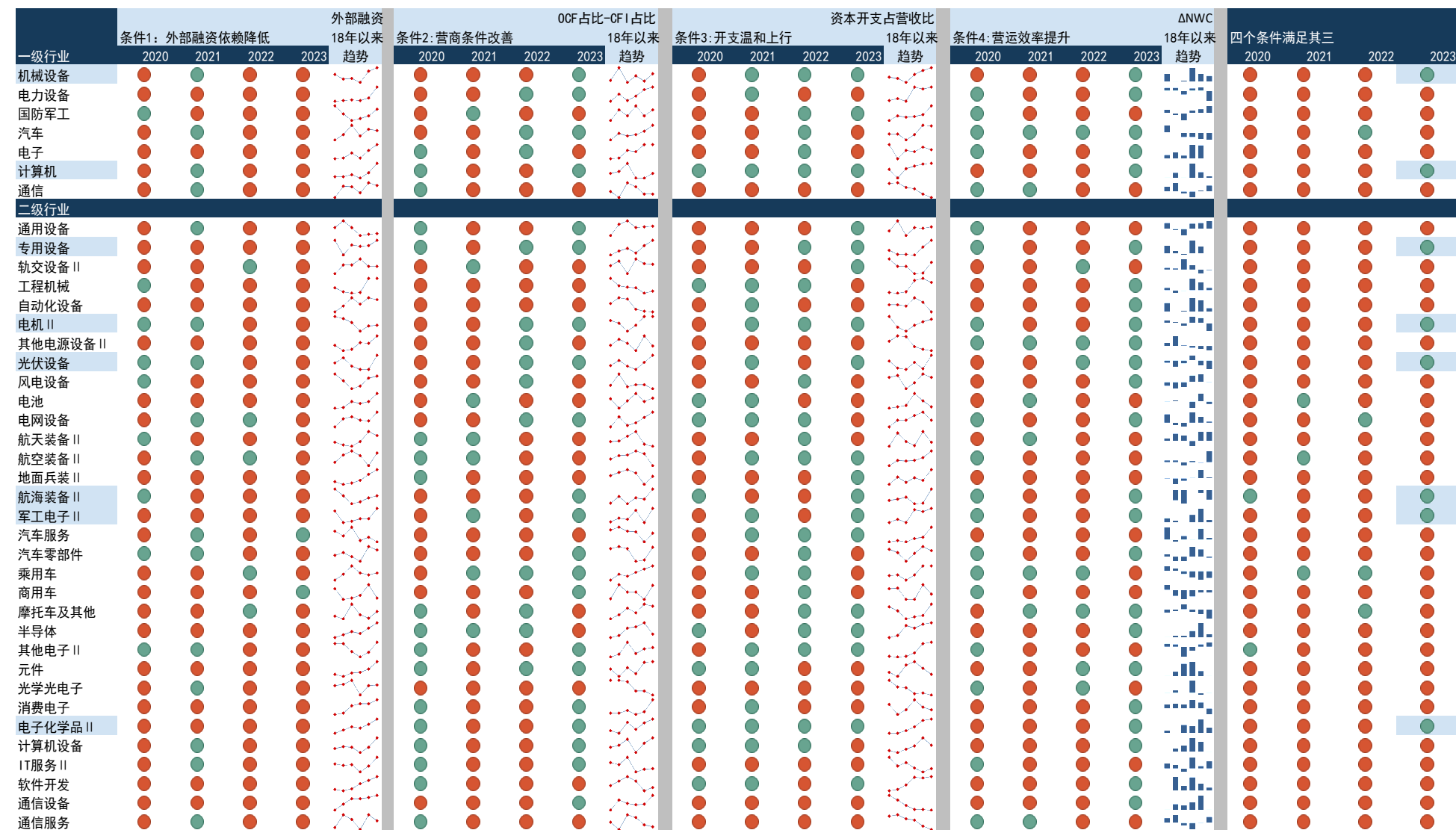


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

国信证券
GUOSEN SECURITIES

图59：“四位一体”制造业比较体系下的行业选择

➤ 专用设备、电机、光伏设备、航海装备、军工电子、电子化学品



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：绿灯代表满足条件，红灯代表不满足条件，数据取自年报

思路3：稳定分红视角下的景气稀缺行业

综合整体法&中位数边际变化看，2024年一季报视角下行业绝对景气仍稀缺。

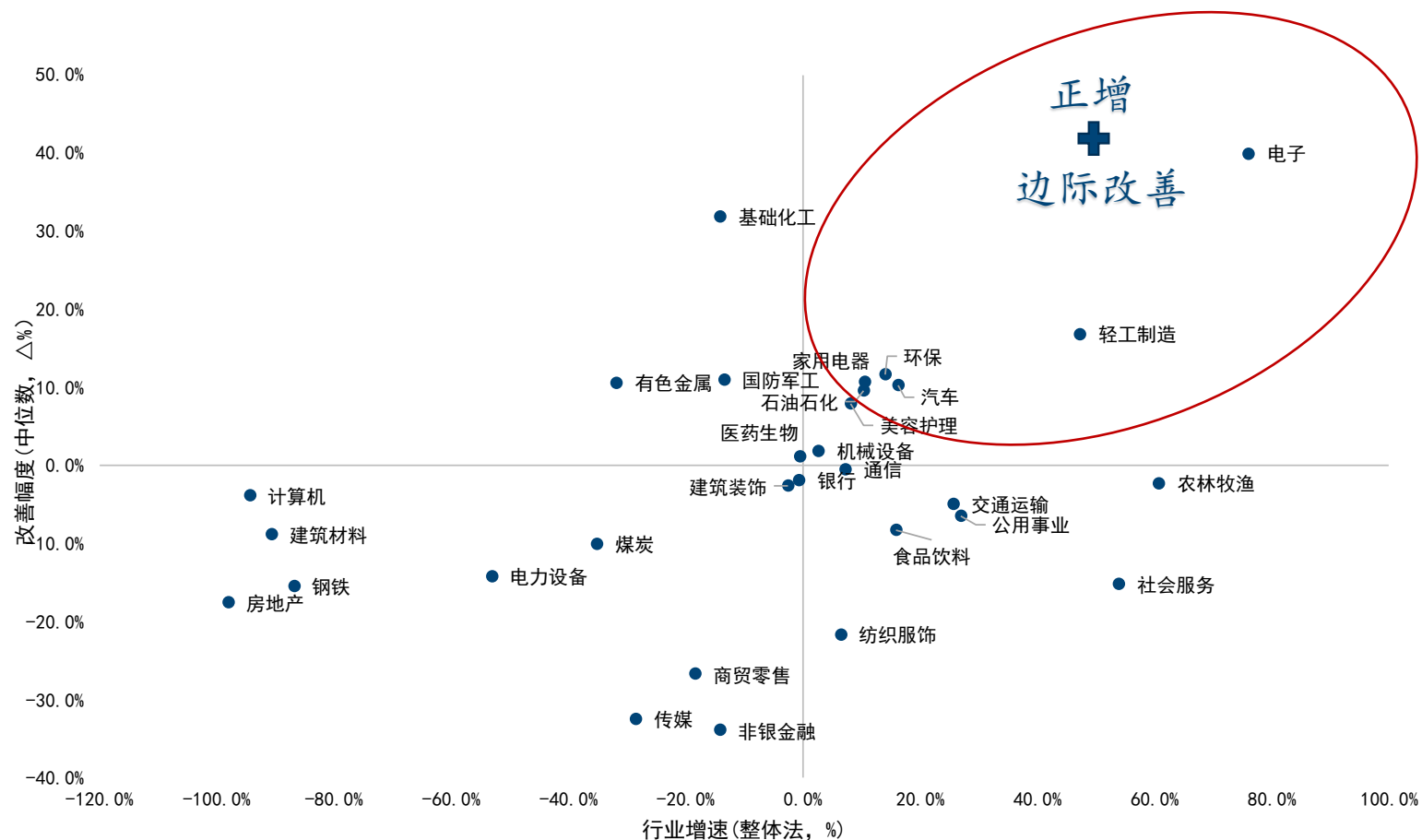
1) 整体法口径下边际改善的行业如下：石油石化、基础化工、机械设备、轻工制造、医药生物、农林牧渔、电子、环保、房地产、通信、综合

2) 中位数口径下边际改善的行业如下：石油石化、有色金属、化工、机械、军工、汽车、家电、美容护理、电子、医药、环保、综合

3) 综合整体法&中位数口径，边际改善的行业包括石油石化、基础化工、机械设备、轻工制造、医药生物、电子、环保、综合。

4) 行业整体业绩正增长且微观企业层面出现边际改善的行业仅有石油石化、机械设备、汽车、家电、轻工、美容护理、电子、环保。

图60：全部一级行业情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

01 大类资产配置观点

02 海外市场配置建议

03 国内市场配置建议

04 海外投资的配置工具

相比于实物黄金，黄金ETF具有交易便捷、交易成本低等优势。黄金ETF基金是指以黄金为基础资产进行投资，紧密跟踪黄金价格，并在证券交易所上市的开放式基金。投资者购买黄金ETF可免去黄金的保管费、储藏费和保险费等费用，且交易佣金较低。目前，国内共有14支上市交易的黄金ETF产品。

图61：中国上市黄金ETF情况

证券代码	基金简称	近1年回报 (%)	管理费率 (%)	托管费率 (%)	基金上市地点	交易结算模式
159812. SZ	前海开源黄金ETF	12. 53	0. 5	0. 1	深圳证券交易所	银行交易结算
159830. SZ	天弘上海金ETF	12. 02	0. 5	0. 1	深圳证券交易所	银行交易结算
159831. SZ	嘉实上海金ETF	12. 66	0. 5	0. 1	深圳证券交易所	银行交易结算
159834. SZ	南方上海金ETF	12. 93	0. 5	0. 1	深圳证券交易所	银行交易结算
159934. SZ	易方达黄金ETF	13. 01	0. 5	0. 1	深圳证券交易所	银行交易结算
159937. SZ	博时黄金ETF	13. 06	0. 5	0. 1	深圳证券交易所	银行交易结算
518600. SH	广发上海金ETF	12. 14	0. 5	0. 1	上海证券交易所	银行交易结算
518660. SH	工银黄金ETF	12. 49	0. 5	0. 1	上海证券交易所	银行交易结算
518680. SH	富国上海金ETF	13. 14	0. 5	0. 1	上海证券交易所	银行交易结算
518800. SH	国泰黄金ETF	13. 02	0. 5	0. 1	上海证券交易所	银行交易结算
518850. SH	华夏黄金ETF	12. 71	0. 5	0. 1	上海证券交易所	银行交易结算
518860. SH	建信上海金ETF	12. 93	0. 5	0. 1	上海证券交易所	银行交易结算
518880. SH	华安黄金ETF	13. 12	0. 5	0. 1	上海证券交易所	银行交易结算
518890. SH	中银上海金ETF	12. 68	0. 5	0. 1	上海证券交易所	银行交易结算

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：以上产品仅作为标的梳理，不作为任何投资推荐的依据。

LOF:上市型开放式基金，上市型开放式基金发行结束后，投资者既可以在指定网点申购与赎回基金份额，也可以在交易所买卖该基金。

和ETF相比，LOF基金可以在场外申赎，采取现金申赎的方式。当前证券市场上原油标的主要以LOF形式存在。

图62：中国代表性原油LOF产品列举

证券代码	证券简称	近1年回 报(%)	管理费率 (%)	托管费率 (%)	业绩比较基准
160723.SZ	嘉实原油LOF	18.31	1.00	0.28	WTI原油价格收益率*100%
501018.SH	南方原油LOF	17.14	1.00	0.28	WTI原油价格收益率*60%+BRENT原油价格收益率*40%
161129.SZ	原油LOF易方达	20.64	1.00	0.25	标普高盛原油商品指数(S&P GSCI Crude Oil Index ER)收益率
160416.SZ	石油基金LOF	22.25	1.00	0.28	标普全球石油净总收益指数收益率(S&P Global Oil Index Net Total Return)

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：表中所列举基金仅作资料整理，不构成投资建议。

- 以2023年全年累计资金净流入为标准，我们筛选了近期最活跃的相关产品。对比发现，去年国内投资者对美股、港股、越南和印度的投资热情最高。

图63：主要指数挂钩基金产品列举（选举2023年资金净流入最多的基金产品为代表）

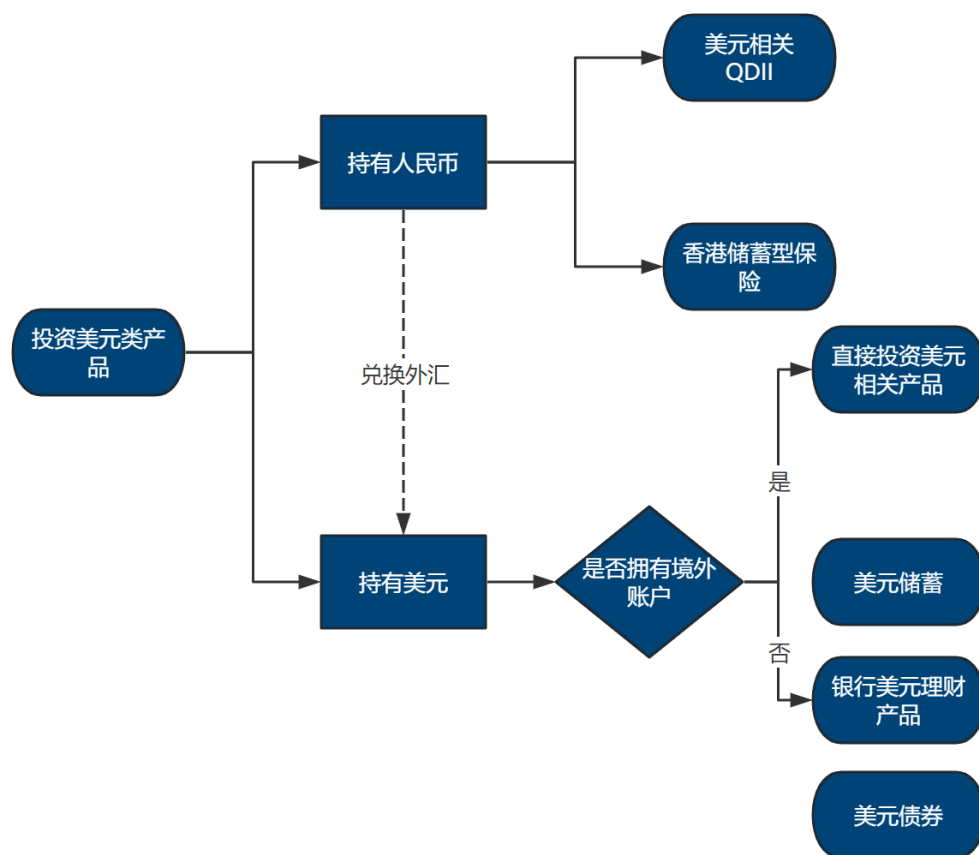
证券代码	证券简称	基金成立日	跟踪指数	2023年资金净流入（亿元）
513080.SH	法国CAC40ETF	2020-05-29	法国CAC40	0.66
513030.SH	德国ETF	2014-08-08	德国DAX	0.53
513650.SH	标普500ETF基金	2023-03-23	标普500	2.54
159941.SZ	纳指ETF	2015-06-10	纳斯达克100	52.64
513520.SH	日经225指数ETF	2019-06-12	日经225	5.62
513800.SH	日本东证指数ETF	2019-06-12	东证指数	0.24
008763.OF	天弘越南市场A	2020-01-20		14.39
164824.SZ	印度基金LOF	2018-06-15		11.43
513660.SH	恒生ETF	2014-12-23	恒生指数	15.60
539003.OF	建信富时100指数	2020-01-10	英国富时100	0.56

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：表中所列举基金仅作资料整理，不构成投资建议。

美元投资的方向

- 投资者持有人民币可通过购买美元相关QDII基金或香港储蓄型保险间接进行美元投资；
- 对于持有美元的投资者，若美元处于境外账户中，则可直接投资美元相关产品；若美元处于境内账户，则可以进行美元储蓄或购买银行美元理财产品或美元债券。

图64：美元投资渠道



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

1. **继续看好资源品的投资机会。**上游资源品下半年再国内产能周期+海外库存周期的嵌套下仍有较好的投资机会，排序上金属强于能源，黄金的避险属性成为下半年继续看好的最重要依据。
2. **海外权益市场关注欧洲。**以偏股混基为参考标准，当前全球化配置的比例建议为：A股占比73.6%，国内债券占比10%，黄金占10%，美国占比0.12%，德国、法国、英国、日本和中国香港分别占比1.06%，印度占比1%。整体来看欧洲市场受益于降息抢美联储的优势，推荐的优先度强于日本、印度等市场。依据宏观因子进行主动择时提供的两类投资比例为：（1）积极配置策略：股票10%、债券30%、原油30%、黄金30%；（2）稳健配置策略：股票10%、债券85%、原油2.5%、黄金2.5%；被动配置思路下的风险平价策略配置比例：股票3.8%、债券78%、原油5.2%、黄金9.4%。
3. **欧美降息时差预计短期托举美元，但无碍商品行情。**汇率视角，一旦欧央行在今年6月降息后确认开启降息周期，则降息时差下美元兑欧元短期则体现出韧性，对海外资金流出新兴市场会造成短期压力。按照铜油轮盘的推论，当全球经济复苏、美国经济更强时，商品和美元可以同时上涨。
4. **积极布局A股市场投资机会，行业注重空间和时间的“两端”。**A股市场在地产端积极政策推动下，风险情绪预计改善，行业角度除了上游资源品外，重视下游终端产成品，以及可选消费品。1) 长期视角下，借助现金流和资本开支框架，围绕内源造血、营商回暖、开支上行、效率提升，一级行业关注机械设备、计算机等产业链下游机会；2) 预期提高分红与潜在高分红方向：综合年报分红预案测算改善比例与幅度前景、现金流实质改善、未分配利润环比提升，考虑食品饮料、医药、纺服等具备长期分红提升潜力的行业。3) 资本周期视角关注出清到成熟期的教育、广告营销、医药行业、食品、纺服、医药商业、商用车等领域。其次是初创期的互联网电商、互赞也来浓缩、通信服务、元件等领域。

- (1) 海外货币政策节奏和幅度的不确定性；
- (2) 海外局部地缘冲突风险。

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	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±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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