

2022.05.11

## “板块配置轮盘”之初探

### ——尝试搭建宏观因子和 A 股板块轮动间的桥梁

#### 本报告导读：

使用统计和基本面结合的方式，归纳出宏观状态与风格轮动之间的 11 条、与行业轮动之间的 22 条显著规律。预测三季度市场波动率收敛，一年后成长风格再次闪耀。

#### 摘要：

- **构建 2 大宏观因子将经济状态划归 4 类象限：**通过对月频数据进行滤波和加权处理，构建景气因子和通胀因子，基于规则算法将宏观状态划分为 4 类象限：衰退-复苏-过热-滞胀。
- **衰退象限有 1 条显著风格规律和 5 条显著行业规律：**统计期内共有 4 段连续衰退期，稳定风格显著跑赢市场，其余风格规律不明显。行业方面，煤炭、有色、汽车显著跑输；计算机和建筑显著跑赢。
- **复苏象限有 2 条显著风格规律和 5 条显著行业规律：**统计期内共有 5 段连续复苏期，成长风格显著跑赢市场，而稳定风格显著跑输市场。行业方面，电新、汽车、家电、社服 4 个行业显著跑赢市场；公用则显著跑输。
- **过热象限有 4 条较显著风格规律和 7 条显著行业规律：**统计期内共有 3 段连续的过热期，周期风格十分显著地跑赢市场，消费风格较显著跑赢，弹性稍逊；稳定风格继续跑输市场，金融风格显著跑输。行业方面，煤炭、有色、钢铁、家电 4 个行业显著跑赢；石化、传媒、社服 3 个行业显著跑输。
- **滞胀象限有 4 条较显著风格规律和 5 条显著行业规律：**统计期内共有 5 段较为连续的滞胀期，周期和成长风格显著跑输大盘；消费和稳定风格较显著性跑赢。行业方面，有色、钢铁、汽车、军工 4 个行业显著跑输；餐饮显著跑赢。
- **将所得规律分正负两面整合成“板块配置轮盘示意图”：**将最显著的规律优先绘入轮盘图，其正、负两面分别刻画各象限中存在预期正超额收益和负超额收益的板块。若放松前文中的显著性要求，图中将包含更多行业规律，但可靠性相应降低，建议使用者以可靠性为主，全面性为辅。
- **预计三季度走出滞胀，1 年后有望进入典型复苏：**中性假设下，国内经济将在 9 月前走出滞胀象限，波动率将趋于收敛。预计到 2023 年 5 月前后，将进入新一轮的复苏象限，股市投资难度将显著降低，甚至走出新一轮牛市，而成长风格将占据主导，稳定风格需要规避；彼时电新、汽车、家电、社服大概率跑赢，而公用事业等大概率跑输。
- **风险提示：**小样本统计偏差，统计规律失效，黑天鹅事件。

#### 报告作者



王鹤(分析师)



010-83939833



wanghe021572@gtjas.com

证书编号 S0880521060002



王大霁(研究助理)



021-38032694



wangdaji026000@gtjas.com

证书编号 S0880122030007

#### 相关报告

房地产长期发展格局及日本行业经验借鉴

2022.05.10

个人养老金顶层设计下的市场战略展望

2022.04.27

长期资产配置的“锚”在哪里

2022.04.17

不惧加息，金价继续上行的逻辑

2022.04.13

荷兰 ABP 基金对国内养老金管理的启示

2022.04.08

## 目 录

1. 构建 2 大宏观因子将经济状态划归 4 类象限.....	3
1.1. 考虑重要性优先, 将宏观研究重点放在景气度和物价上 .....	3
1.2. 通过对月频数据进行滤波和加权处理, 构建 2 大宏观因子.....	3
1.3. 基于 2 大宏观因子的互动, 将宏观状态定量划分为 4 类.....	3
1.4. 国内大类资产价格在对应时期表现出一定规律性.....	4
2. 衰退象限有 1 条显著风格规律和 5 条行业规律.....	5
2.1. 归纳历史上 4 个衰退象限, 总结出 1 条显著的风格规律.....	5
2.2. 衰退期的 5 条最为显著的行业规律及其内在逻辑.....	6
3. 复苏象限有 2 条显著风格规律和 5 条行业规律.....	7
3.1. 归纳历史上 5 个复苏象限, 总结出 2 条显著的风格规律.....	7
3.2. 复苏期的 5 条最为显著的行业规律及其内在逻辑.....	8
4. 过热象限有 4 条显著风格规律和 7 条行业规律.....	9
4.1. 归纳历史上 3 个过热象限, 总结出 4 条显著的风格规律.....	9
4.2. 过热期的 7 条最为显著的行业规律及其内在逻辑.....	10
5. 滞胀象限有 4 条显著风格规律和 5 条行业规律.....	11
5.1. 归纳历史上 5 个滞胀象限, 总结出 4 条较显著的风格规律.....	11
5.2. 滞胀期的 5 条最为显著的行业规律及其内在逻辑.....	12
6. 整合规律绘制成正负两面“板块配置轮盘”示意图 .....	13
6.1. 将最显著的规律优先整合入轮盘图中 .....	13
6.2. 放松显著性要求, 图中包含更多行业, 但可靠性降低.....	14
7. 预计三季度走出滞胀, 1 年后有望进入复苏.....	15
7.1. 参考当前一致预期, 设置中性情景假设下的各因子变化率....	15
7.2. 景气-通胀因子之差的拐点或于 8 月前后到来.....	15
7.3. 中性情景下, 9 月或走出滞胀象限, 1 年后进入复苏.....	16
7.4. 成长风格的大机会有望在 23 年春天到来.....	16
7.5. 非典型阶段市场或提前表现部分复苏象限特征 .....	17
8. 附: 关于板块配置轮盘系列研究方法论的说明 .....	17

## 1. 构建 2 大宏观因子将经济状态划归 4 类象限

通过对月频数据进行滤波和加权处理，构建景气因子和通胀因子，用规则算法将宏观状态划归 4 类象限——衰退-复苏-过热-滞胀。

### 1.1. 考虑重要性优先，将宏观研究重点放在景气度和物价上

增长和物价是多数国家经济政策的核心目标，也是其他宏观变量的背后驱动力。中国央行和美联储的货币政策目标均强调稳就业和稳物价，而稳就业是以经济景气度为前提条件的。可以证明，景气和通胀相关的宏观变量是其他宏观指标（如利率、利差、汇率、失业率等）的格兰杰原因。

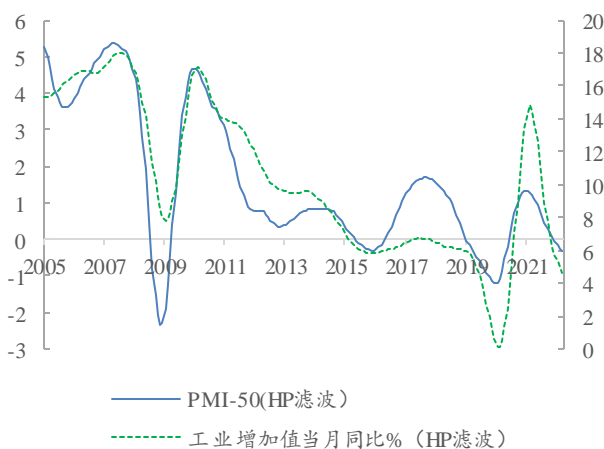
景气度和物价目标有时相互拉动，有时相互制约，两者的动态平衡关系构成了宏观经济周期的各种状态。由于宏观数据众多且波动性强，研究者对周期状态的划分难以统一，容易出现类似“千人千浪”的情况，需使用统计方法使景气和物价指标显性化。

### 1.2. 通过对月频数据进行滤波和加权处理，构建 2 大宏观因子

在刻画月度景气度上，PMI 指标综合更优于工业增加值同比。滤波处理可剥离出其周期性趋势。相比季度公布的 GDP 数据，月度的 PMI 和工业增加值数据有更强的时效性。一般 PMI 比工业增加值早半个月公布。HP 滤波处理后的 PMI 指标和工业增加值月同比指标具明显同质性，但 PMI 偏领先且更平稳，因此优先选用 PMI。

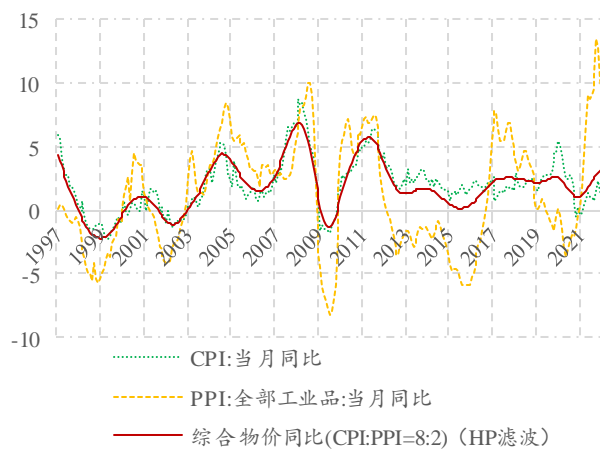
在追踪通胀方面，将 CPI 和 PPI 以 8:2 比例加权平均即可以获得较好的综合物价拟合效果。PPI 相比 CPI 波动性更大（两者方差比值约为 4），以 8:2 的比例加权平均可以还原全社会面对的实际价格水平。滤波处理后的通胀因子曲线较为平滑、单调，多数时间运行在 PPI 和 CPI 之间。

图 1：景气因子优于工业增加值同比指标



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：通胀因子兼顾上下游价格水平



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 1.3. 基于 2 大宏观因子的互动，将宏观状态定量划分为 4 类

两类因子的形态排列组合后产生复苏、过热、滞胀、衰退 4 个状态。因

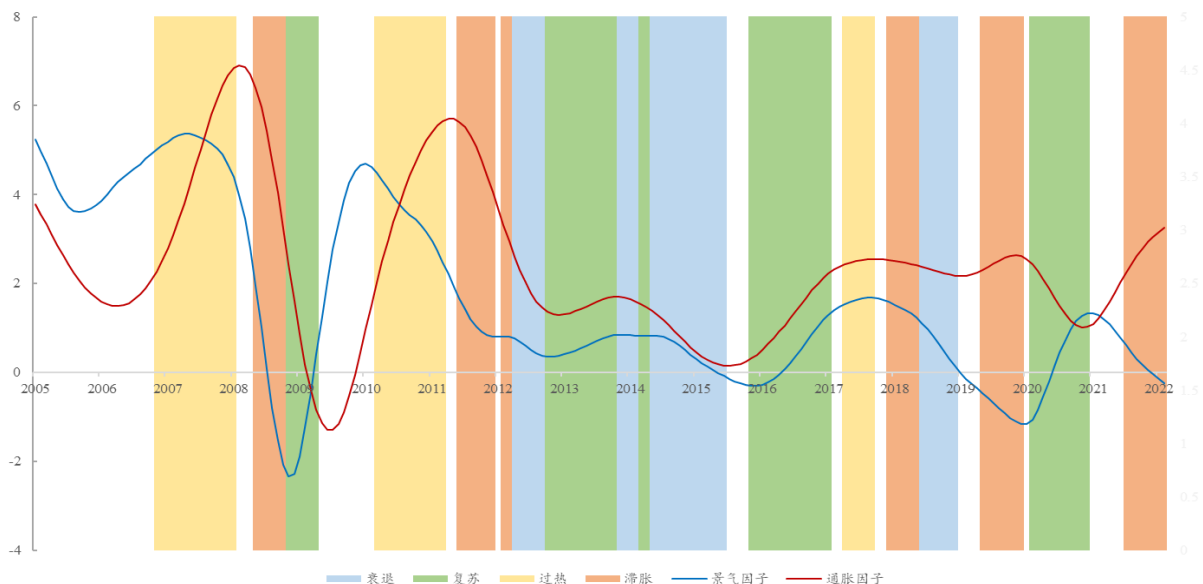
其具有按顺序循环的规律，称为宏观四象限。其中衰退对应景气低位和通胀较低；复苏对应景气向上和通胀较低；过热对应景气高位和通胀较高；滞胀对应景气向下和通胀较高。

统计期自 2005 年开始，共 206 个月，其中 149 个月根据分类算法获得清晰的象限归属，合计占比超 72%，各象限占比平均在 20% 上下。接近 3/4 的比例较好地平衡了研究的显著性和全面性；我们以显著性为优先，主动放弃了对无法清晰归类时间的归纳，以防发生过度统计。

上述划分法将 2021 年下半年以来归为滞胀象限，背后原因是考虑 PPI 对通胀因子的贡献度不可忽视，特此说明以免争议。

关于周期定量划分方式至少有三种，包括：景气/通胀周期、库存周期、金融周期，其各有优劣，为维持简洁性，本文仅基于第一种。

图 3：基于 2 大宏观因子将经济状态分为 4 个象限，当前处于滞胀象限后期



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：四大象限根据因子曲线形态和算法规则自动划分，空白区域代表无法归类的非典型状态

#### 1.4. 国内大类资产价格在对应时期表现出一定规律性

直观来看，复苏和过热阶段权益整体表现较好，滞胀阶段表现最差，衰退阶段不甚显著。复苏和过热（早期）阶段股市的分子、分母端均处于有利位置，而滞胀阶段正好相反。衰退阶段分子、分母端相互制约。

针对下图中 9 个主要的无法归类的非典型阶段（空白期），期间全 A 指数出现累计涨跌的概率基本相等，风险收益比指标接近于 0，总体偏震荡。

长债综合指数在衰退-滞胀阶段表现较好，在复苏-过热阶段表现不佳。总体符合国内投资者所谓“经济不好配债券”的经验之谈。

总体而言，股、债实证数据和象限划分的拟合效果较好。商品和黄金在对应象限中展现出相对更弱的规律性，主要原因是海外经济周期对国际定价的大类资产影响更大。

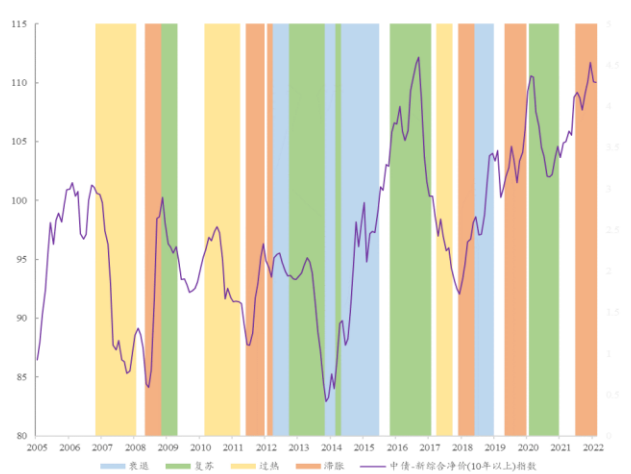
必须说明，本文旨在归纳分析宏观分期和板块“相对收益”之间的统计和逻辑关系；大类资产“绝对收益”阶段表现所展示出的一定规律性仅被作为对分期合理性的侧面证据，而不是目前研究重点。

图 4：股市在复苏-过热-滞胀阶段规律性明显



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 5：债市在衰退-滞胀期的表现好于复苏-过热期



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2. 衰退象限有 1 条显著风格规律和 5 条行业规律

统计期内共有 4 段连续衰退期，稳定风格显著跑赢市场，其余风格规律不明显。煤炭、有色、汽车显著跑输市场；计算机和建筑显著跑赢。

### 2.1. 归纳历史上 4 个衰退象限，总结出 1 条显著的风格规律

根据本文分期方法，统计期内共有 4 段连续衰退期（201205-201210、201312-201403、201406-201507、201807-201901，简称为衰 1 至衰 4 期）。全 A 指数在衰退期的综合表现较难预判，平均收益率显著大于零，但正收益率较低。

我国经济、金融数据时间序列长度有限是统计分析面临的客观约束。通过复合标准进行综合显著性判断可缓解小样本约束下个别异常行情对结论的干扰。我们选用的具体标准包括平均超额收益率、跑赢市场概率、标准化的超额收益均值三个。其中**标准化超额收益均值**是由统计算某类象限全部时间所得，本质是经去均值处理(de-meaned)的信息比率(IR)，因其排除了不同板块波动率差异的影响，适合跨板块比较，重要性较高。

在三重标准基础上，为提炼出尽可能显著的风格和行业规律，我们设置了较高的显著性判断门槛。

综合而言，稳定风格在衰退象限获得十分显著的正向超额收益——跑赢率 75%、平均超额收益超过 8%，标准化超额收益率均值高达 0.4。其余



4 大风格则难觅显著性结论。

图 6：衰退象限中的 1 条显著风格规律

衰退VS风格								
该象限具体分析	表1	表2	表3	表4	衰退合计			综合判断
该象限合计月数	6	4	14	7	31			
具体时间	201205-201210	201312-201403	201406-201507	201807-201901				
权益市场	期间累计月收益率				平均收益率	正收益率	风险收益比均值（类似SR）	投资难度
全A指数	-11.3%	-6.9%	107.4%	-13.6%	18.9%	25%	0.03	较高
中信风格指数	表1	表2	表3	表4	衰退合计			动态标准
	期间累计月超额收益率				平均超额收益	跑赢率	标准化超额收益均值（类似IR）	1=跑赢、0=不显著、-1=跑输
1 周期	-5.5%	0.3%	2.2%	-5.3%	-2.1%	50%	-0.06	0
2 消费	6.0%	2.5%	-9.4%	-6.7%	-1.9%	50%	-0.15	0
3 成长	0.3%	-0.6%	2.1%	-8.7%	-0.5%	50%	-0.02	0
4 稳定	3.2%	-1.3%	19.2%	9.5%	7.6%	75%	0.40	1
5 金融	0.5%	-2.7%	-9.6%	19.5%	1.9%	50%	0.08	0

注：月度涨跌幅较大，累计（超额）收益率以复合法计算为宜

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：风格构成采用中信风格指数

## 2.2. 衰退期的 5 条最为显著的行业规律及其内在逻辑

衰退象限中，有 3 个行业具有显著超额负收益：煤炭、有色、汽车；2 个行业具有显著超额正收益：计算机和建筑。正负比例 2: 3，此时随机选择的行业跑输市场的概率较高。

基本面角度，煤炭、有色等资源类行业在景气和物价双低时，主营业务往往发生价量齐跌，股价表现弱势比较好理解，因此规律可信度较高；汽车等可选消费业有较强的顺周期性，在衰退象限中跑输同样符合逻辑，值得采信。

计算机在衰退期跑赢市场的规律背后是政府通过增加公共支出扩大内需，例如各类信创项目，具有一定的逆周期属性，该逻辑可信；建筑行业业绩和基建投资强度相关性较高，而鼓励基建投资是政府刺激经济的常用手段，建筑在衰退阶段十分显著地跑赢市场，规律较为可靠。

图 7：衰退象限中的 5 条显著行业规律

衰退VS行业									
该象限具体分析	表1	表2	表3	表4	衰退合计			综合判断	
该象限合计月数	6	4	14	7	31				
具体时间	201205-201210	201312-201403	201406-201507	201807-201901					
权益市场	期间累计月收益率				平均收益率	正收益率	风险收益比均值（类似SP比率）	投资难度	
全A指数	-11.6%	-7.1%	81.2%	-13.8%	12.2%	25%	0.03	较高	
申万一级行业	期间累计月超额收益率				平均超额收益	跑赢率	标准化超额收益均值（类似IC比率）	动态标准	
	表1	表2	表3	表4				1=跑赢、0=不显著、-1=跑输	
1 商贸零售	-11.3%	-4.6%	-4.6%	-6.2%	-6.7%	0%	-0.16	0	
2 农林牧渔	-3.6%	-8.0%	-0.3%	12.7%	0.3%	25%	-0.01	0	
3 房地产	-0.8%	3.3%	-1.2%	5.3%	1.6%	50%	0.06	0	
4 煤炭	-14.2%	-20.9%	-27.7%	1.4%	-15.3%	25%	-0.28	-1	
5 建筑材料	-5.6%	0.2%	-17.3%	3.5%	-4.8%	50%	-0.18	0	
6 交通运输	-8.2%	-0.6%	18.0%	-2.9%	1.6%	25%	0.24	0	
7 非银金融	-0.8%	-7.6%	-6.2%	17.5%	0.8%	25%	0.03	0	
8 有色金属	-4.1%	-3.6%	-26.1%	-13.3%	-11.7%	0%	-0.31	-1	
9 电力设备	-9.3%	9.0%	-4.8%	4.3%	-0.1%	50%	-0.09	0	
10 基础化工	0.6%	1.9%	-10.5%	-8.4%	-4.1%	50%	-0.15	0	
11 汽车	-8.3%	4.3%	-16.8%	-7.7%	-7.0%	25%	-0.26	-1	
12 综合	-9.1%	9.4%	-6.6%	-2.2%	-2.0%	25%	-0.05	0	
13 医药生物	24.6%	7.9%	-18.7%	-20.3%	-1.6%	50%	-0.13	0	
14 纺织服装	-9.4%	8.6%	12.2%	-12.2%	-0.2%	50%	0.09	0	
15 传媒	4.8%	-2.2%	-5.9%	-14.5%	-4.4%	25%	0.00	0	
16 社会服务	8.1%	10.3%	-5.1%	-10.8%	0.6%	50%	-0.04	0	
17 公用事业	8.0%	-2.2%	2.3%	-1.3%	1.6%	50%	0.19	0	
18 计算机	3.8%	7.5%	13.8%	-6.6%	4.6%	75%	0.11	0	
19 钢铁	-7.2%	-1.3%	21.0%	-1.2%	2.7%	25%	0.16	0	
20 电子	5.4%	5.2%	-19.0%	-13.7%	-5.5%	50%	-0.13	0	
21 轻工制造	-4.5%	10.5%	2.7%	-10.7%	-0.7%	50%	0.05	0	
22 家用电器	3.0%	1.2%	-14.7%	-3.4%	-3.5%	50%	-0.17	0	
23 银行	-4.6%	-2.1%	-28.9%	22.3%	-3.2%	25%	-0.04	0	
24 环保	7.4%	-8.1%	-6.2%	-18.9%	-6.5%	25%	-0.13	0	
25 国防军工	-12.8%	-11.5%	29.1%	4.5%	2.4%	50%	-0.03	0	
26 食品饮料	8.5%	-1.3%	-28.4%	0.9%	-5.2%	50%	-0.25	0	
27 石油石化	2.2%	-0.9%	-33.8%	-1.6%	-8.5%	25%	-0.14	0	
28 美容护理	37.2%	-4.7%	-39.5%	-10.4%	-4.4%	25%	-0.20	0	
29 机械设备	-9.1%	1.9%	4.9%	-1.7%	-1.0%	50%	-0.06	0	
30 建筑装饰	5.3%	-6.5%	23.0%	3.9%	6.4%	75%	0.25	0	
31 通信	-13.7%	1.8%	-2.1%	7.3%	-1.9%	50%	0.06	0	

注：月度涨跌幅较大，累计（超额）收益率以复合法计算为宜

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3. 复苏象限有 2 条显著风格规律和 5 条行业规律

统计期内共有 5 段连续复苏期，成长风格显著跑赢市场，而稳定风格显著跑输市场。电新、汽车、社服、家电 4 个行业显著跑赢市场；公用则显著跑输。

#### 3.1. 归纳历史上 5 个复苏象限，总结出 2 条显著的风格规律

根据本文分期方法，统计期内共有 5 段连续复苏期（200812-200905、201211-201311、201404-201405、201512-201702、202003-202101，简称为复 1 至复 5 期）。全 A 指数在复苏期的综合表现一般较好，平均收益率和正收益率均较高，投资难度较低。

三个显著性指标共同指向如下规律：复苏象限中成长风格显著跑赢市场，而稳定风格显著跑输市场。其中，成长风格跑赢率 80%，平均超额收益率超过 8%，标准化超额收益均值达到 0.25；稳定风格跑赢率 20%，平均超额收益率低于-10%，标准化超额收益均值小于-0.25。

鉴于有 5 个样本期且显著性指标综合表现令人满意，上述规律获得较高置信度——一言以蔽之：经济复苏时卖稳定、买成长。

图 8：复苏象限中的 2 条显著风格规律

复苏VS风格										
该象限具体分析		复1	复2	复3	复4	复5	复苏合计			综合判断
该象限合计月数		6	13	2	15	11	47			
具体时间		200812-200905	201211-201311	201404-201405	201512-201702	202003-202101				
权益市场		期间累计月收益率					平均收益率 率	正收益 率	风险收益比均值（类 似SR）	投资难度
全A指数		58.9%	18.8%	0.7%	-5.6%	25.8%	19.7%	80%	0.09	低
		复1	复2	复3	复4	复5	复苏合计			动态标准
中信风格指数		期间累计月超额收益率					平均超额 收益	跑赢率	标准化超额收益均值 （类似IR）	1=跑赢、0=不显 著、-1=跑输
1	周期	7.3%	13.6%	-1.9%	1.4%	3.6%	0.4%	60%	0.09	0
2	消费	-4.8%	0.1%	-1.2%	5.1%	20.6%	4.0%	60%	0.08	0
3	成长	17.1%	32.6%	2.5%	-13.2%	1.7%	8.1%	80%	0.25	1
4	稳定	-22.5%	-6.4%	0.3%	-1.9%	-2.7%	-10.4%	20%	-0.26	-1
5	金融	0.9%	-0.1%	1.0%	4.7%	-14.6%	-1.6%	60%	-0.06	0
注：月度涨跌幅较大，累计（超额）收益率以复合法计算为宜										

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：风格构成采用中信风格指数

### 3.2. 复苏期的 5 条最为显著的行业规律及其内在逻辑

复苏象限中，有 4 个行业具有显著超额正收益：电新、汽车、社服、家电；1 个行业具有显著超额负收益：公用。正负比例 4: 1，随机选择的行业跑赢市场的概率较高。

包括电新在内的科技成长板块在复苏阶段表现优异，例如军工、传媒、电子等，不过电新是其中综合显著性最高者。思考其原因，一方面，高科技产业具有早周期属性，分子端的业绩预期在复苏阶段的向上弹性较大；另一方面，复苏阶段的物价和利率等分母端因素不构成制约，估值有随景气显著上调的空间。综合而言，此规律的可靠性较高。

同时，随着景气恢复，居民消费意愿和能力增强，加上此前（衰退期）出台的消费刺激政策效果开始逐渐体现在利润表上，汽车、家电、社服等可选消费板块在复苏阶段往往跑赢，其中汽车和家电的跑赢率目前是 100%，其显著性值得重视。

复苏阶段投资者风险偏好提高，对估值容忍度提高，关注分子端的成长性。公用等典型价值型板块此时失去吸引力，出现规律性跑输。除了最为显著的公用外，建筑、地产、交运、非银等传统低估值行业跑输的概率也偏高，它们互相之间形成逻辑验证。



图 9：复苏象限中的 5 条显著行业规律

复苏VS行业										
该象限具体分析	复1	复2	复3	复4	复5	复苏合计			综合判断	
该象限合计月数	6	13	2	15	11	47				
具体时间	200812-200905	201211-201311	201404-201405	201512-201702	202003-202101					
权益市场	期间累计月收益率					平均收益率	正收益率	风险收益比均值（类似SR）	投资难度	
全A指数	58.9%	18.8%	0.7%	-5.6%	25.8%	19.7%	80%	0.09	低	
中万一级行业	复1	复2	复3	复4	复5	平均超额收益	跑赢率	标准化超额收益均值（类似IR）	动态标准	
									1=跑赢、0=不显著、-1=跑输	
1 商贸零售	1.5%	4.2%	-0.8%	3.5%	23.1%	4.3%	40%	-0.04	0	
2 农林牧渔	1.6%	9.0%	-0.1%	1.5%	9.7%	2.8%	20%	-0.08	0	
3 房地产	13.8%	6.6%	-1.7%	-0.9%	29.0%	4.9%	20%	-0.10	0	
4 煤炭	46.4%	40.6%	0.8%	3.4%	1.7%	0.1%	60%	-0.01	0	
5 建筑材料	8.6%	7.1%	-2.2%	22.8%	-1.2%	1.2%	40%	0.05	0	
6 交通运输	10.1%	0.7%	2.7%	4.3%	1.4%	7.6%	20%	-0.05	0	
7 非银金融	-1.6%	3.2%	3.2%	2.7%	4.5%	3.7%	20%	-0.09	0	
8 有色金属	35.2%	30.2%	1.0%	10.3%	16.7%	6.6%	80%	0.03	0	
9 电力设备	17.8%	16.7%	3.7%	3.0%	54.7%	5.5%	60%	0.19	0	
10 基础化工	7.5%	3.9%	3.9%	4.8%	15.6%	1.0%	40%	0.05	0	
11 汽车	40.6%	16.3%	1.5%	3.4%	14.3%	5.6%	100%	0.35	0	
12 综合	25.8%	6.1%	-1.5%	4.5%	8.2%	1.6%	40%	0.01	0	
13 医药生物	6.6%	9.9%	-2.0%	3.3%	13.0%	2.2%	40%	-0.01	0	
14 纺织服饰	9.3%	5.5%	4.9%	3.0%	33.7%	7.6%	20%	-0.13	0	
15 传媒	0.7%	92.1%	0.3%	27.0%	8.1%	1.6%	60%	0.15	0	
16 社会服务	23.9%	2.9%	1.1%	4.4%	89.1%	22.5%	80%	0.27	0	
17 公用事业	20.5%	2.2%	-1.2%	2.5%	9.9%	0.4%	20%	-0.17	0	
18 计算机	9.6%	48.8%	4.7%	22.1%	30.5%	2.1%	60%	-0.05	0	
19 钢铁	19.7%	25.7%	-2.1%	6.2%	3.7%	0.0%	20%	-0.12	0	
20 电子	19.8%	23.5%	4.6%	-1.1%	6.8%	3.0%	60%	0.14	0	
21 轻工制造	3.4%	11.0%	-1.3%	3.2%	3.5%	1.7%	40%	0.10	0	
22 家用电器	6.4%	21.0%	0.1%	21.9%	6.7%	1.2%	100%	0.18	0	
23 银行	-0.9%	1.0%	0.2%	4.3%	1.2%	-1.3%	60%	0.00	0	
24 环保	2.6%	50.6%	5.0%	5.9%	29.9%	2.3%	40%	0.06	0	
25 国防军工	26.4%	39.8%	2.8%	10.6%	10.1%	3.7%	80%	0.14	0	
26 食品饮料	8.9%	29.0%	2.9%	25.5%	63.5%	7.6%	40%	-0.04	0	
27 石油石化	6.7%	5.0%	-2.0%	3.7%	2.6%	3.5%	40%	0.06	0	
28 美容护理	3.5%	2.7%	4.8%	1.0%	27.6%	2.7%	40%	0.00	0	
29 机械设备	2.5%	2.1%	3.7%	5.2%	3.4%	0.2%	60%	-0.02	0	
30 建筑装饰	24.7%	1.4%	0.0%	10.7%	28.1%	10.7%	40%	-0.24	0	
31 通信	2.2%	25.7%	3.5%	6.5%	41.0%	5.7%	40%	-0.07	0	

注：月度涨跌幅较大，累计（超额）收益率以复合法计算为宜

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

#### 4. 过热象限有 4 条显著风格规律和 7 条行业规律

统计期内共有 3 段连续的过热期，周期风格十分显著地跑赢市场，消费风格也显著跑赢，弹性稍逊；稳定风格继续跑输市场，金融风格显著跑输。行业方面，煤炭、有色、钢铁、家电 4 个行业显著跑赢；石化、传媒、社服 3 个行业显著跑输。

##### 4.1. 归纳历史上 3 个过热象限，总结出 4 条显著的风格规律

根据本文分期方法，统计期内共有 3 段连续的过热期（200612-200802、201004-201104、201705-201710，简称为过 1 至过 3 期）。全 A 指数在过热期的综合表现一般较好，平均收益率、正收益率、风险收益率比均较高，投资难度较低。

周期风格十分显著地跑赢市场，平均超额收益率较高，是过热阶段弹性首选；此外，消费风格在三次过热中均跑赢市场，只是弹性稍逊。

稳定风格在过热阶段以-7%相对收益率继续跑输市场，跑赢率 0%；金融风格同样表现欠佳，标准化超额收益均值指标偏离均值较多，结果相对

显著。

图 10：过热象限中的 4 条显著风格规律

过热VS风格								
该象限具体分析		过1	过2	过3	过热合计			综合判断
该象限合计月数		15	13	6	34			
具体时间		200612-200802	201004-201104	201705-201710				
权益市场		期间累计月收益率			平均收益率	正收益率	风险收益比均值（类似SR）	投资难度
全A指数		179.1%	-1.8%	9.2%	62.1%	67%	0.29	低
		过1	过2	过3	过热合计			动态标准
中信风格指数		期间累计月超额收益率			平均超额收益	跑赢率	标准化超额收益均值（类似IR）	1=跑赢、0=不显著、-1=跑输
1	周期	19.3%	11.7%	-3.6%	9.1%	67%	0.42	
2	消费	1.1%	7.2%	3.8%	4.1%	100%	0.06	
3	成长	-7.6%	6.7%	-3.1%	-1.3%	33%	-0.06	0
4	稳定	-6.9%	-6.2%	-7.8%	-7.0%	0%	-0.02	-1
5	金融	-11.8%	-14.3%	5.8%	-6.8%	33%	-0.12	-1

注：月度涨跌幅较大，累计（超额）收益率以复合法计算为宜

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：风格构成采用中信风格指数

#### 4.2. 过热期的 7 条最为显著的行业规律及其内在逻辑

过热象限中，有 4 个行业具有显著正超额收益：煤炭、有色、钢铁、家电；3 个行业具有显著负超额收益：石化、传媒、社服。正负比例 4: 3，随机选择的行业跑赢市场的概率较高。

此阶段的 PPI 同比增速一般较高，煤炭、有色、钢铁等资源行业易出现价量齐升的情形，高经营杠杆下，盈利弹性很大，是获得超额收益的首选板块。除上述 3 个最为显著的强周期行业外，机械、建材等周期板块表现也较好，只是显著性稍逊。

家电行业在复苏象限中已跑赢市场，到过热阶段继续跑赢。需求端，过热期地产景气度较高；盈利端，家电寡头可以颇为顺利地向下游转嫁原材料成本。可以说，家电是复苏和过热阶段值得持续关注的板块。

值得一提的是，同属强周期板块的石化行业此时却非常显著地跑输市场，原因是我国是原油最大的进口国之一，石化行业多数公司位于产业链中下游，高油价会压低中下游炼化毛利率，造成量增利跌的局面。

此外，上一阶段（复苏期）跑赢市场的社服和传媒此时开始均值回归并显著跑输市场。逻辑上，这两个行业的业绩增长持续性相对其他成长或消费风格行业略差，当无风险利率在过热阶段快速抬升的背景下，其股价更直接地反应分母端的压力。

图 11：过热象限中的 7 条显著行业规律

过热VS行业								
该象限具体分析	过1	过2	过3	过热合计			综合判断	
该象限合计月数	15	13	6	34				
具体时间	200612-200802	201004-201104	201705-201710					
权益市场	期间累计月收益率			平均收益率	正收益率	风险收益比均值（类似SR）	投资难度	
全A指数	179.1%	-1.8%	9.2%	62.1%	67%	0.29	低	
申万一级行业	过1	过2	过3	过热合计			动态标准	
	期间累计月超额收益率			平均超额收益	跑赢率	标准化超额收益均值（类似IR）	1=跑赢、0=不显著、-1=跑输	
1 商贸零售	14.9%	1.2%	-5.0%	3.7%	67%	0.17	0	
2 农林牧渔	23.7%	9.3%	-8.4%	8.3%	67%	0.13	0	
3 房地产	-1.6%	-13.5%	-6.6%	-2.3%	0%	-0.06	0	
4 煤炭	40.3%	13.1%	2.2%	18.6%	100%	0.28	1	
5 建筑材料	20.1%	32.9%	-7.0%	15.3%	67%	0.22	0	
6 交通运输	-8.9%	-11.6%	-2.7%	-7.7%	0%	-0.02	0	
7 非银金融	9.6%	-19.2%	10.8%	0.4%	67%	0.00	0	
8 有色金属	37.2%	35.3%	1.0%	27.8%	100%	0.33	1	
9 电力设备	12.6%	3.0%	-6.8%	2.9%	67%	-0.03	0	
10 基础化工	7.5%	9.9%	-4.6%	-2.3%	33%	-0.04	0	
11 汽车	10.3%	1.5%	-8.8%	2.7%	67%	0.05	0	
12 综合	18.0%	11.6%	-10.7%	6.3%	67%	0.13	0	
13 医药生物	1.0%	10.7%	-2.4%	6.4%	67%	0.08	0	
14 纺织服装	19.7%	4.3%	-5.6%	2.8%	67%	0.17	0	
15 传媒	-28.3%	-23.1%	-5.2%	-22.2%	0%	-0.30	-1	
16 社会服务	-22.9%	-5.6%	-4.6%	-11.1%	0%	-0.22	-1	
17 公用事业	2.0%	-5.7%	-4.4%	-6.0%	33%	0.00	0	
18 计算机	-1.7%	-5.8%	-2.9%	-5.1%	0%	-0.09	0	
19 钢铁	16.3%	0.2%	3.7%	6.7%	100%	0.20	1	
20 电子	-17.2%	10.2%	8.7%	0.5%	67%	0.01	0	
21 轻工制造	4.0%	3.0%	-8.0%	-0.4%	67%	0.06	0	
22 家用电器	16.5%	14.1%	13.6%	14.7%	100%	0.22	1	
23 银行	-27.3%	-2.2%	2.6%	-10.6%	33%	-0.10	0	
24 环保	6.0%	-9.3%	-5.9%	-6.4%	33%	-0.05	0	
25 国防军工	-0.9%	17.4%	-19.9%	-1.2%	33%	-0.08	0	
26 食品饮料	-15.8%	19.7%	2.9%	8.6%	67%	0.03	0	
27 石油石化	-29.2%	-16.6%	-10.5%	-18.8%	0%	-0.25	-1	
28 美容护理	48.1%	8.4%	-9.5%	15.7%	67%	0.15	0	
29 机械设备	48.4%	32.4%	-10.0%	8.9%	67%	0.18	0	
30 建筑装饰	1.3%	8.8%	-10.7%	-0.2%	67%	0.05	0	
31 通信	-17.7%	-8.7%	-1.1%	-2.2%	0%	-0.03	0	

注：月度涨跌幅较大，累计（超额）收益率以复合法计算为宜

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 5. 滞胀象限有 4 条显著风格规律和 5 条行业规律

统计期内共有 5 段较为连续的滞胀期，周期和成长风格在滞胀期显著跑输大盘；消费和稳定风格较显著地跑赢市场。行业方面，有色、钢铁、汽车、军工 4 个行业显著跑输；食品饮料、传媒 2 个行业显著跑赢，但仅食品饮料有相对可靠的基本面逻辑支撑。

### 5.1. 归纳历史上 5 个滞胀象限，总结出 4 条较显著的风格规律

根据本文分期方法，统计期内共有 5 段较为连续的滞胀期（200806-200811、201107-201204 不含 201202、201801-201806、201906-202001、202108-202203，简称为滞 1 至滞 5 期）。全 A 指数在滞胀期的综合表现一般较差，平均收益率、正收益率、风险收益率比均较低，投资难度高（可以说是四象限中最高的）。

周期和成长风格在滞胀期非常显著地跑输大盘，两者平均超额收益率分别-4.6%和-3.2%。

消费和稳定较显著性跑赢市场，其中消费的跑赢率较高，而稳定的标准化超额收益均值较高，两者平均超额收益率分别 3% 和 4.8%。

图 12：滞胀象限中的 4 条显著风格规律

滞胀VS风格									
该象限具体分析	滞1	滞2	滞3	滞4	滞5	滞胀合计			综合判断
该象限合计月数	6	9	6	8	8	37			
具体时间	200806-200811	201107-201204 (不含201202)	201801-201806	201906-202001	202108-202203				
权益市场	期间累计月收益率					平均收益率	正收益率	风险收益比均值（类似SR）	投资难度
全A指数	-48.2%	-19.5%	-14.6%	10.0%	-8.0%	-16.1%	20%	-0.44	高
中信风格指数	滞1	滞2	滞3	滞4	滞5	滞胀合计			动态标准
	期间累计月超额收益率					平均超额收益	跑赢率	标准化超额收益均值（类似IR）	1=跑赢、0=不显著、-1=跑输
1 周期	-8.4%	-12.8%	-4.0%	-4.1%	6.2%	-4.6%	20%	-0.27	-1
2 消费	6.4%	-2.1%	12.1%	0.3%	-2.8%	3.0%	60%	0.07	1
3 成长	-1.8%	-10.2%	-3.9%	10.0%	-10.3%	-3.2%	20%	-0.18	-1
4 稳定	20.3%	-3.3%	-2.7%	-14.0%	22.5%	4.8%	40%	0.34	1
5 金融	-2.5%	12.9%	-1.8%	-3.5%	9.8%	3.0%	40%	0.10	0

注：月度涨跌幅较大，累计（超额）收益率以复合法计算为宜

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：风格构成采用中信风格指数

## 5.2. 滞胀期的 5 条最为显著的行业规律及其内在逻辑

滞胀象限中，有 4 个行业具有显著超额负收益：有色、钢铁、汽车、军工；2 个行业具有显著超额正收益：传媒、食饮，其中仅食饮的正超额有合理解释。实际正负比例 4:1，随机选择的行业跑输市场的概率较高。

随着景气下滑，有色、钢铁等强周期行业的业绩增速见顶回落，因此在滞胀期表现不佳，和此前的过热期形成鲜明对比。

汽车等可选消费板块具有较强的顺周期属性，且成本转嫁能力较差，所以在景气因子上行阶段表现较好，但在滞胀象限中录得 100%跑输率，建议重点规避。

成长风格总体表现弱势，其中军工负超额收益最为显著，原因在于军工估值水平一贯较高，当业绩增长故事难以抗衡估值压力时，股价调整幅度更大，滞胀阶段需注意规避。

食饮等必选消费往往在此时表现出抗风险能力，跑赢率达 80%，相对刚性的需求有助于企业向消费者传导成本压力，熨平了业绩的波动性。至于传媒相对显著的正超额收益，其实无法从基本面角度解释，很可能仅仅是此前（过热象限）中平均超过-20%的超额负收益的均值回归，因此该规律可靠性存疑，我们进行主动剔除。

图 13：滞胀象限中的 5 条显著行业规律

滞胀VS行业										
该象限具体分析	滞1	滞2	滞3	滞4	滞5	滞胀合计			综合判断	
该象限合计月数	6	9	6	8	8	37				
具体时间	200806-200811	201107-201204 (不含201202)	201801-201806	201906-202001	202108-202203					
权益市场	期间累计月收益率					平均收益率	正收益率	风险收益比均值(类似SR)	投资难度	
全A指数	-48.2%	-19.5%	-14.6%	10.0%	-8.0%	-16.1%	20%	-0.44	高	
中万一级行业	期间累计月超额收益率					平均超额收益	跑赢率	标准化超额收益均值(类似IR)	动态标准	
	滞1	滞2	滞3	滞4	滞5				1=跑赢、0=不显著、-1=跑输	
1 商贸零售	-6.7%	-6.6%	-6.3%	-15.8%	-6.9%	-5.5%	0%	-0.13	0	
2 农林牧渔	0.2%	-8.0%	-6.1%	-13.4%	-2.3%	-0.4%	40%	-0.04	0	
3 房地产	10.5%	4.1%	-6.3%	-11.1%	25.5%	4.9%	60%	0.13	0	
4 煤炭	-32.9%	-6.1%	-6.2%	-19.1%	54.1%	-1.2%	20%	-0.03	0	
5 建筑材料	11.6%	-23.1%	-6.5%	3.5%	3.8%	-1.7%	60%	-0.08	0	
6 交通运输	-6.1%	-6.3%	-6.3%	-15.6%	14.1%	-1.2%	20%	0.08	0	
7 非银金融	-8.0%	7.6%	-6.5%	-2.4%	-0.6%	-1.0%	20%	-0.07	0	
8 有色金属	-17.4%	-6.5%	-6.4%	-5.2%	-1.0%	-1.1%	0%	-0.20	1	
9 电力设备	30.2%	-22.5%	-11.8%	1.3%	-1.2%	-1.0%	40%	-0.14	0	
10 基础化工	-6.7%	-14.2%	1.6%	-1.0%	4.6%	-1.7%	40%	-0.10	0	
11 汽车	-6.7%	-11.1%	-1.9%	-2.7%	-6.9%	-1.7%	0%	-0.21	1	
12 综合	-9.1%	-9.3%	-19.0%	-1.8%	12.4%	-1.4%	20%	-0.16	0	
13 医药生物	19.5%	9.5%	20.5%	8.9%	1.5%	6.4%	60%	0.10	0	
14 纺织服装	-6.9%	-8.9%	-0.3%	-13.5%	2.6%	-1.4%	20%	-0.05	0	
15 传媒	17.5%	1.6%	7.5%	5.4%	8.0%	5.0%	80%	0.18	0	
16 社会服务	-10.1%	7.2%	27.4%	-7.3%	-0.1%	3.4%	40%	0.02	0	
17 公用事业	22.3%	-6.6%	-6.8%	-15.6%	20.1%	3.3%	40%	0.23	0	
18 计算机	14%	-8.9%	10.2%	1.6%	-3.9%	2.1%	60%	0.02	0	
19 钢铁	-9.9%	-15.5%	-1.2%	-21.3%	-9.4%	-11.5%	0%	-0.19	1	
20 电子	-6.9%	-13.6%	-6.8%	47.0%	-13.4%	-1.1%	20%	-0.09	0	
21 轻工制造	-10.0%	-14.5%	-6.1%	-6.0%	4.2%	-1.1%	20%	-0.16	0	
22 家用电器	10.7%	-12.6%	9.5%	5.1%	13.6%	0.6%	60%	-0.07	0	
23 银行	-6.7%	20.3%	1.6%	-6.8%	11.7%	4.0%	60%	0.10	0	
24 环保	7.7%	-6.8%	-14.1%	-13.4%	12.5%	-1.6%	40%	-0.02	0	
25 国防军工	-10.4%	-13.0%	-6.6%	-6.7%	3.5%	-7.8%	20%	-0.23	1	
26 食品饮料	9.1%	13.5%	17.3%	1.2%	0.0%	8.2%	80%	0.10	0	
27 石油石化	9.0%	-1.9%	6.8%	-13.6%	3.4%	0.5%	60%	0.15	0	
28 美容护理	8.2%	-8.4%	13.3%	1.5%	-15.7%	-0.2%	60%	-0.06	0	
29 机械设备	15.1%	-15.2%	-9.7%	-6.7%	-1.7%	-1.8%	20%	-0.20	0	
30 建筑装饰	36.9%	-10.6%	-9.3%	-15.9%	21.7%	4.6%	40%	0.13	0	
31 通信	13.9%	-11.8%	-14.3%	-6.6%	13.2%	-1.9%	40%	-0.06	0	

注：月度涨跌幅较大，累计（超额）收益率以复合法计算为宜

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 6. 整合规律绘制成正负两面“板块配置轮盘”示意图

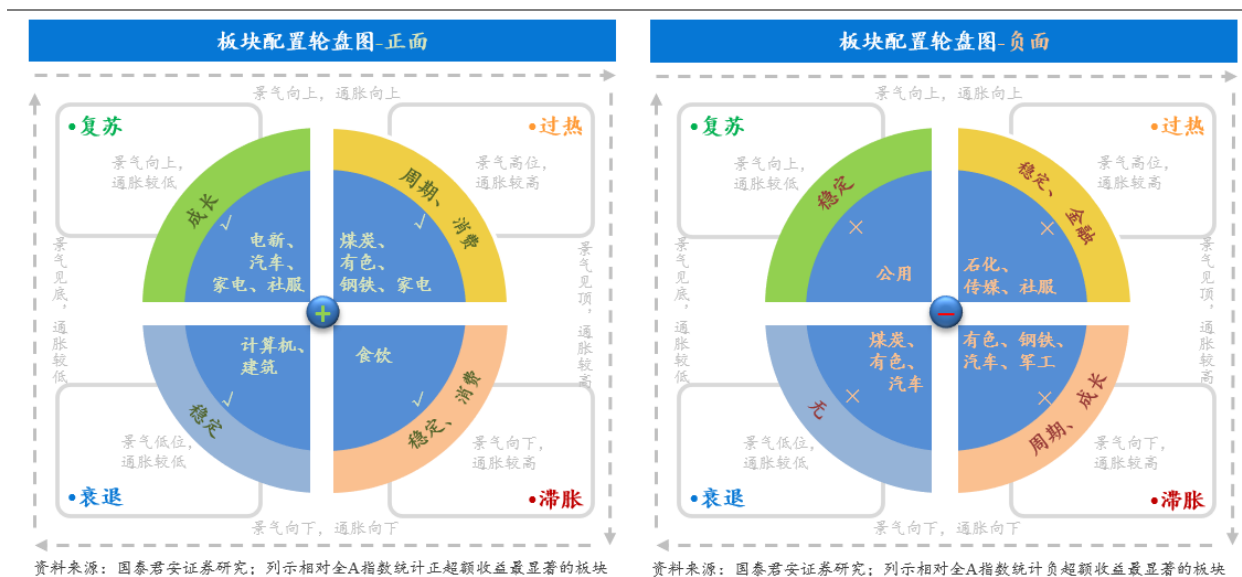
优先将最显著的规律纳入“板块配置轮盘”示意图中（简称“轮盘图”），其正、负两面分别刻画各象限中存在预期正超额收益和负超额收益的板块。若放松前文中的显著性要求，示意图中将包含更多行业规律，但可靠性相应降低，建议使用者以可靠性为主，全面性为辅。

### 6.1. 将最显著的规律优先整合入轮盘图中

同时绘制正、负两面轮盘图，分别对应各象限中显著存在规律性正超额收益和负超额收益的板块。相比复杂的统计表，轮盘图可更加直观、形象地表达观点，更易传播交流。在图中我们可以看到，分别归纳而得的风格和行业规律虽非一一对应，但大体互相验证，侧面验证了其逻辑可靠性。



图 14：高显著性门槛下的板块配置轮盘示意图



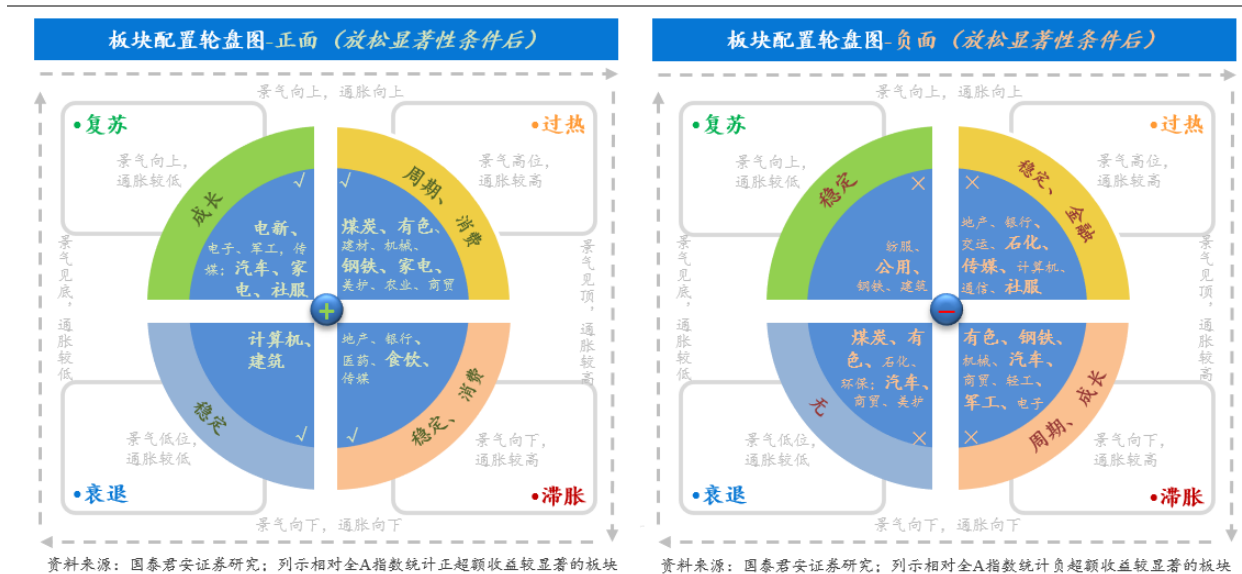
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 6.2. 放松显著性要求，图中包含更多行业，但可靠性降低

若稍降低显著性门槛标准的话，根据前文中各象限的统计数据，将会有更多的行业出现在正、负轮盘图的四个象限中（下图中以不加粗的小字体代表具有一定规律性但显著性稍差的行业）。

在基于小样本进行统计的条件下，放松显著性标准必然会降低结论的可靠性。权衡利弊，我们为了可靠性适当牺牲全面性，建议以高显著性条件下的轮盘图作为研判投资风格的主要依据；放松显著性条件后的轮盘图仅可作为查漏补缺之用。

图 15：若放松显著性要求，轮盘图将包含更多行业规律，但可靠性降低



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 7. 预计三季度走出滞胀，1年后有望进入复苏

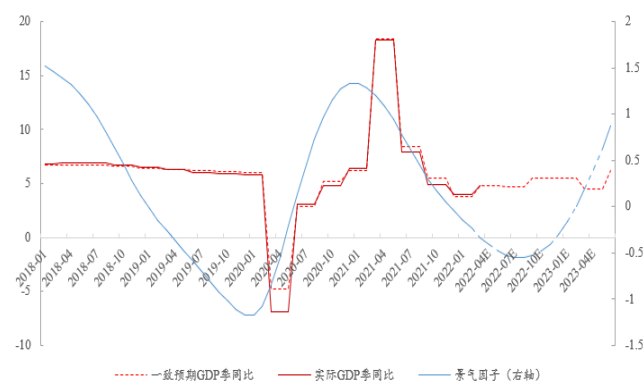
基于周期规律和宏观一致预期，中性假设下，国内经济将在三季度结束前走出滞胀象限，波动率将趋于收敛。预计到2023年5月前后，我国经济周期将进入新一轮的复苏象限，彼时股市投资难度将显著降低，甚至走出新一轮牛市，而成长风格将占据主导，稳定风格需要规避；具体到行业，电新、汽车、家电、社服大概率跑赢，而公用事业大概率跑输。在进入复苏之前的非典型阶段中，投资者可根据景气回升节奏提前布局估值合理的可选消费板块，如家电和汽车。

### 7.1. 参考当前一致预期，设置中性情景假设下的各因子变化率

GDP、CPI 和 PPI 的一致预期数据较全且历史准确率较高，可据此设置两大因子的中性情景假设。具体而言，根据相关一致预期数据变动节奏，设置因子二阶差分的变化节奏，推算出一阶差分及因子本身的预测曲线。如下图，基于中性情景假设的景气因子和通胀因子和一致预期宏观指标拟合度较高，将其作为后续分析的基准。

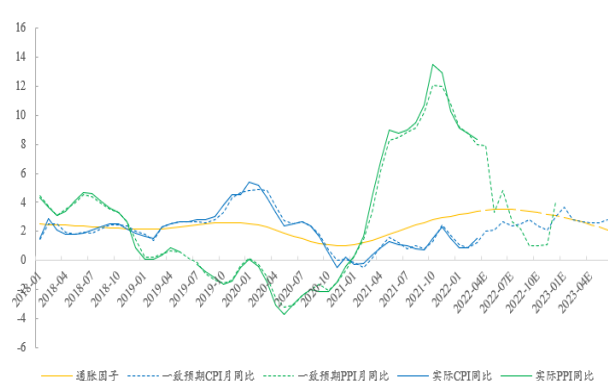
若出现重要新增信息，而一致预期数据变化滞后，可自行更新差分假设，及时调整因子预测曲线。例如俄乌战争爆发后，应及时下调景气因子的二阶差分的绝对值，使景气改善的斜率降低；同时下调通胀因子的二阶差分绝对值，令通胀因子回落的斜率降低——最终结果是推迟了走出滞胀象限的时间，此后市场持续交易此逻辑。

图 16：基于 GDP 预测设置景气因子中性预测曲线



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 17：基于物价预测设置通胀因子中性预测曲线



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

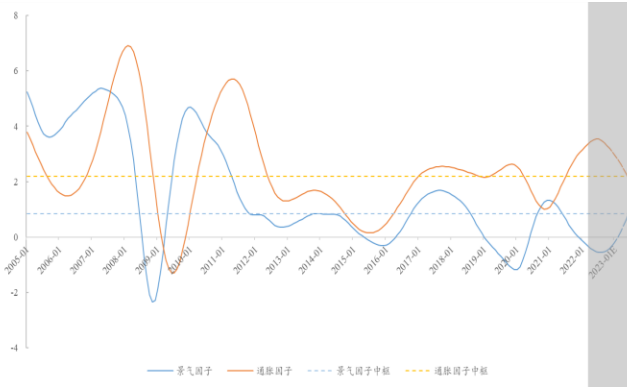
### 7.2. 景气-通胀因子之差的拐点或于8月前后到来

中性假设下，通胀因子和景气因子的拐点将分别于7、9月先后到来。通胀因子的向下拐来主要来自PPI的高基数效应，而景气因子的向上拐点有赖于稳增长政策起效。

景气因子和通胀因子之差可以简单、直观地反映经济增长的质量。历史

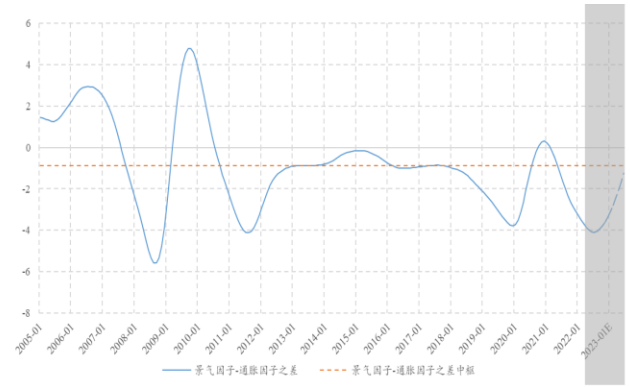
上，两因子之差为正时都对应着有利于资本市场的宏观环境，如 2005-2007 年、2009 年、2014 年和 2021 年初。两因子之差预计将于 8 月前后见底，意味着三季度起资本市场的外部环境将逐步改善。

图 18：预期两因子曲线下半年开始相向而行



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 19：两因子之差的向上拐点预计 8 月前后出现

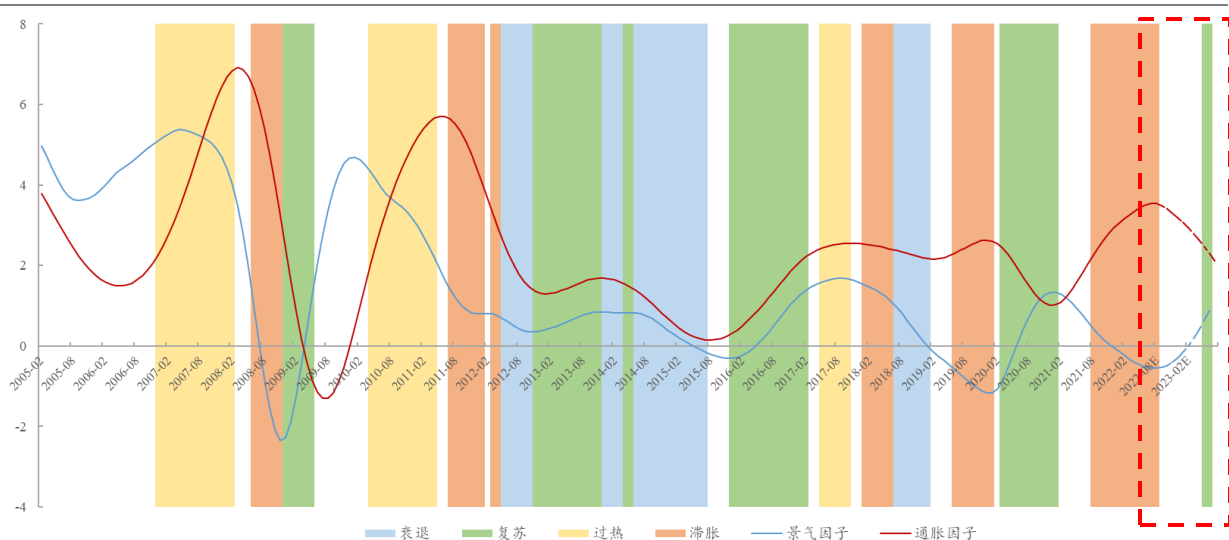


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 7.3. 中性情景下，9 月或走出滞胀象限，1 年后进入复苏

基于中性情景，9 月份有望走出滞胀象限，进入非典型时期（图中空白期）。非典型时期尚不属于算法定义的复苏象限，但过度悲观的预期将改善，波动率将收敛，A 股市场预计以震荡为主。1 年后的 2023 年 5 月，经济有望进入复苏象限，彼时股市相对于债市将更有吸引力，投资难度显著降低，甚至会走出新一轮牛市。

图 20：中性假设下，22 年 9 月国内经济或走出滞胀，23 年 5 月开始有望将进入复苏



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，红色虚线框中为中性假设下的预测

### 7.4. 成长风格的大机会有望在 23 年春天到来

根据前文的统计规律，当经济进入复苏象限后，成长风格将大概率跑赢市场，而稳定风格则大概率跑输。

具体到行业选择上，根据有限样本的统计，**电新是成长风格中正超额受益最为显著的行业板块**，此外，**军工、电子、传媒也同样值得关注**。汽车、家电、社服等可选消费板块的超额收益的显著性和电新不相上下，可在下次复苏来临前提前布局。

此前相对抗跌的公用事业在复苏阶段大概率跑输市场，需要提前规避。与之类似的还有建筑、纺服、钢铁等传统价值板块。

### 7.5. 非典型阶段市场或提前表现部分复苏象限特征

在基于中性假设的周期预判中，2022 年 9 月-2023 年 4 月属于非典型阶段（空白期），此时景气因子已经触底回升，但通胀因子位置偏高，因此不属于典型意义上的复苏象限，更不属于典型的衰退象限，**无法直接套用前文轮盘图中的规律**。

在这种情况下，考虑利率依然受制于通胀因子而不能明显下降（当前的现实中还受制于海外通胀和中美利差），估值压力仍在，但是部分行业的盈利预期已经开始随景气因子触底回升，理性投资者可能会在从三季度开始优先布局估值合理的可选消费板块，例如家电和汽车。

## 8. 附：关于板块配置轮盘系列研究方法论的说明

万物皆周期——无论科技进步、经济发展，市场波动都受制于各种周期力量的约束。在众多的周期中，基钦周期（或称库存周期、商业周期）时间跨度较短，易于观察，且和股市风格、板块轮动息息相关，是各方研究的传统重点。

我们的初衷是用客观、科学、可复制的方法，从样本数有限且看似杂乱无章的经济、金融数据中提炼出具有规律性的信息。这些规律所预言的事件虽不一定发生，却可以指出一条逻辑上更为合理的市场运动轨迹，为与不确定性战斗着的投资者们提供一点参考。

我们事实上完全没有照搬美林时钟（2004）的分析框架，而是**基于经济学基本原理和自身投资实践经验**，独立设计了宏观和板块相关的定量分析法，总结出一些规律，并辅之以简明的主观逻辑解读。作为此系列的第一篇专题，本文专注于股市内部的（而非大类资产间的）轮动配置，基于业界广泛使用的风格和行业指数，因地制宜地提供具有实操价值的板块轮动指南，既提示关注阶段性强势板块又提示规避阶段性弱势板块，希望能协助投资者获得 smart beta 方面的超额利润。

针对小样本统计的问题，《发布证券研究报告》教材中关于技术分析的表述具有启发性：**基于历史统计的技术分析必须结合基本分析才可保证判断成功率**，此外多种技术指标互相验证可以增加技术分析本身的可靠性——本文中我们正是这样做的。

作为特色产品之一，未来我们会基于此框架定期更新板块轮动结论，并

向市场推出更为丰富的“板块配置轮盘”系列内容——包括而不仅限于不同周期划分方式的对比、中外周期的共振和矛盾以及针对其他类资产的规律总结等。

此外，关于板块配置轮盘系列报告和我们现存研究体系的兼容性问题，说明如下：资产配置模型也是我们研究板块轮动的常用工具之一，我们此前已发表过基于 B-L 模型的大类资产配置专题报告（《安度减弱版“欧美滞胀和全球博弈叠加期”——全球大类资产 50 年复盘及 B-L 框架下的推演》）以及基于均值方差模型和风险平价模型的风格轮动报告（《5X5 波动率分析框架下的风格配置——利用均值方差和风险平价模型实践主动风格轮动》）。未来，我们会将板块配置轮盘的规律性结论以观点矩阵的形式融入到 B-L 模型中，使两大研究体系成为一个有机整体，从主观和量化两方面同时入手，为投资者提供更为精准的板块配置建议。



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	股票投资评级	
	行业投资评级	
	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		