



宏观经济指标在风格配置中的运用

——基本面量化系列研究之九

主要结论

价值&成长：巨潮风格指数，大盘&小盘：沪深 300、中证 500、中证 1000

价值&成长采用巨潮风格系列指数。通过检验发现，价值和成长的表现优劣会受大小盘的影响。因此比较价值和成长表现优劣时，我们做了市值区分：大盘价值/成长，中盘价值/成长，小盘价值/成长。**大盘&小盘**采用沪深 300、中证 500、中证 1000，分别代表大盘、中盘、小盘。另外，大小盘的表现优劣不会因为价值成长的变化而改变，因此这里不需要进一步细分。

宏观指标选取的四个维度：经济增速、通胀、利率、风险溢价

本文从四个经济维度去找宏观指标：经济增速、通胀、利率水平以及风险溢价，分别对应：**GDP 增速、CPI、十年国债收益率、以及 1/上证综指 TTM-十年国债收益率**这四个指标。另外，这些指标运用的时候只考虑边际变动的方向（隔期差分值的正负号）。

经济上行有利于价值股，通胀、十年国债下行有利于价值股（仅大盘和中盘）

经济上行，价值>成长，平均每月超额收益 1%，胜率 60%~70%；**经济下行**，成长>价值，平均每月超额收益 0.2%~0.5%，胜率 55%~60%。**通胀下行**，价值>成长（大、中盘），平均每月超额收益 0.2%，胜率 55%；**上行无差异**。**十年国债下行**，价值>成长（大、中盘），月均超额收益 0.2%~0.4%，胜率 55%；**上行无差异**。**风险溢价上行**，成长>价值（仅中、小盘）；**风险溢价下行**，价值>成长（仅中、小盘），月均超额收益 0.3%~0.5%，胜率 53%。

经济上行有利于大盘股，十年国债、风险溢价下行可以提高小盘胜率

经济上行，沪深 300(3.3%)>中证 500(2.5%)>中证 1000(2.3%)，经济下行，沪深 300(-0.09%)<中证 500(0.93%)<中证 1000(1.45%)。另外三个指标无论上行下行，均是中证 1000 平均表现最好。但是计算胜率，发现十年国债下行，中证 1000 胜率由 54%提高到 60%。风险溢价下行，中证 1000 胜率由 49%提高到 64%。

多变量控制下的交叉项检验：边际影响确实显著

我们把价值成长、大小盘和四个宏观净值指标的变动方向作为控制变量，并加入交叉项做检验。宏观状态变量和价值控制变量的交叉项检验显示，**GDP 上行、T10Y 和 CPI 下行，可以额外提高价值股的超额收益**。宏观状态变量和大小盘控制变量的交叉项检验显示，**GDP 上行，可以额外提高大盘股的超额收益**。

金融工程研究

丁鲁明

dingluming@csc.com.cn

021-68821623

执业证书编号：S1440515020001

发布日期：2018 年 2 月 7 日

市场表现

宏观指标		上行		下行	
		价值 VS 成长	大盘 VS 小盘	价值 VS 成长	大盘 VS 小盘
GDP+工业增加值	配置建议	价值	大盘	成长	小盘
	胜率	60%~70%	56%	55%~60%	58%
	月均超额收益	0.60%	1.02%	0.15%	1.54%
CPI	配置建议	-	-	价值（除去小盘）	-
	胜率	-	-	55.00%	-
	月均超额收益	-	-	0.20%	-
十年国债收益率	配置建议	-	-	价值（仅大盘）	小盘
	胜率	-	-	58%	60%
	月均超额收益	-	-	0.30%	1.15%
风险溢价	配置建议	成长（仅小盘）	-	价值（仅小盘）	小盘
	胜率	57%	-	57%	64%
	月均超额收益	0.15%	-	0.15%	0.97%

相关研究报告

- 17.09.26 基本面量化系列之八：周期行业基本面量化之钢铁篇
- 17.05.10 基本面量化系列之七：量化视角看本轮消费板块行情还能走多远——以白酒、家电为案例的量化基本面分析
- 16.08.08 基本面量化系列之六：“量化基本面”理论体系及通信行业案例
- 16.06.23 基本面量化系列之五：投资时钟指路，量化大类资产轮动破局——再谈美林时钟模型在中美市场的有效性
- 16.06.02 基本面量化系列之四：量化全球大类资产配置体系之美股道指市盈率估计模型
- 16.04.20 基本面量化系列之三：“量化基本面”理论体系及农林牧渔行业案例
- 15.08.04 基本面量化系列之二：梦碎浮华回归本质，论行业财务基本面指标的有效性
- 15.07.23 基本面量化系列之一：结合基本面的行业月度波动特征分析

目录

一、宏观基本面指标对风格指数的影响分析	3
1.1 风格指数的选取:价值&成长, 大盘&小盘	3
1.1.1 价值&成长的比较需要考虑市值大小的影响	3
1.1.2 大盘&小盘的比较只需要考虑市值因素	3
1.2 宏观经济指标的选取: 经济增速、通胀、利率、风险溢价	4
二、价值&成长的风格配置	5
2.1 经济增速	5
2.2 通胀	6
2.3 利率	7
2.4 风险溢价	8
三、大盘&小盘的风格配置	9
3.1 从月均涨跌幅的绝对值来看, 只有经济增速这个指标是有效的	9
3.2 从胜率角度来看, 十年国债、风险溢价可以显著影响小盘的胜率	10
四、多变量控制下的交叉项检验	11
4.1 多个控制变量的统计检验	11
4.2 价值 VS 成长的交叉项检验	11
4.3 大盘 VS 小盘的交叉项检验	12
五、核心观点总结	13

图表目录

图 1: 价值股大盘占优, 成长股小盘占优	3
图 2: 价值和成长的表现优劣会受大小盘的影响	3
图 3: 大盘&小盘的表现优劣不会受到价值成长的影响	4
图 4: GDP 走势及变动方向	5
图 5: CPI 走势及变动方向	5
图 6: 十年国债走势及变动方向	5
图 7: 风险溢价走势及变动方向	5
图 8: 经济上行, 价值股占优	6
图 9: 经济下行, 成长股占优	6
图 10: 中盘、小盘里面胜率更高, 约为 60%~70%	6
图 11: 小盘股价值成长轮动效果图	6
图 12: 通胀上行, 价值和成长股没有显著差异	7
图 13: 通胀下行, 价值股的表现明显好于成长股	7
图 14: 大盘里面胜率更高, 约为 57.14%	7
图 15: 大盘股价值成长轮动效果图	7
图 16: 十年国债上行, 价值和成长股没有显著差异	8
图 17: 十年国债下行, 价值股的表现明显好于成长股	8
图 18: 大盘里面胜率更高, 约为 57.14%	8
图 19: 大盘股价值成长轮动效果图	8
图 20: 风险溢价上行, 价值和成长股没有显著差异	9



图 21: 风险溢价下行, 价值股的表现明显好于成长股.....	9
图 22: 中盘里面超额收益更高, 0.2%~0.4%.....	9
图 23: 中盘股价值成长轮动效果图	9
图 24: 经济上行: 沪深 300, 经济下行: 中证 1000.....	10
图 25: CPI、十年国债、风险溢价没有直接参考意义.....	10
图 26: 十年国债、风险溢价下行, 小盘胜率更高.....	10
图 27: 月均超额收益的密度函数出现偏移 (通胀指标除外)	10
表 1: 四个维度选取宏观经济指标	4
表 2: 回归结果: GDP、T10Y 和 CPI 的上下行状态, 对指数的收益率有显著的影响.....	11
表 3: 回归结果: GDP 上行、T10Y 和 CPI 下行, 可以额外提高价值股的超额收益.....	12
表 4: 回归结果: GDP 上行, 可以额外提高大盘股的超额收益.....	13
表 5: 回归结果: GDP 上行, 可以额外提高大盘股的超额收益.....	13



一、宏观基本面指标对风格指数的影响分析

本文主要研究宏观基本面指标对风格配置的影响。其中风格配置的标的为：沪深 300 价值、沪深 300 成长、中证 500 价值、中证 500 成长、中证 1000 价值、中证 1000 成长。需要提出的是，本文比较不同风格指数的收益表现差异时，**计算的都是其相对指数基准的超额收益，以便剔除市值因素的影响。**

本文考虑的宏观因素分别有：经济增速、通胀、利率水平以及市场风险偏好，对应的指标分别是：GDP 增速、CPI、十年国债收益率、以及风险溢价这四个指标，均为月度指标，其中 GDP 增速通过线性插值转化为月度指标（近几年 GDP 增速基本上没有波动，这个可以参考工业增加值等指标来修正）。以下将分别对这四类指标对风格指数的影响逐一分析。

1.1 风格指数的选取：价值&成长，大盘&小盘

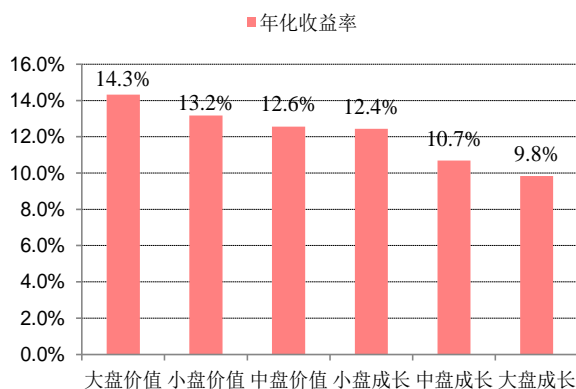
1.1.1 价值&成长的比较需要考虑市值大小的影响

价值和成长风格指数我们这里参考的是巨潮风格系列指数，一共有六个：大盘成长、大盘价值、中盘成长、中盘价值、小盘成长和小盘价值。

简单计算这六个指数的发布日至今的年化收益率可以发现，长期来讲：价值股大盘占优，成长股小盘占优；

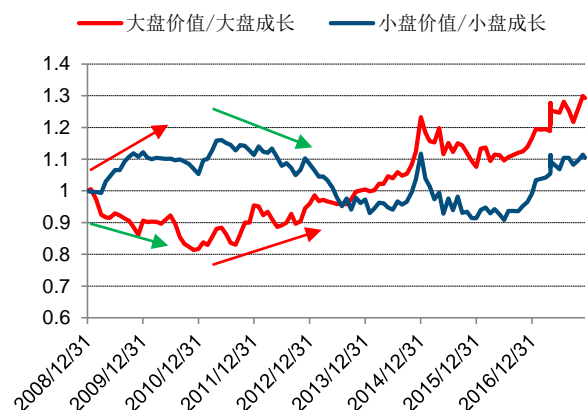
另外，我们还发现，价值和成长的表现优劣会受大小盘的影响，**脱离大小盘去讨论价值成长的优劣是个伪命题。**如下图所示，在 2008~2010 年，小盘股里面价值股表现好，而大盘股里面成长股表现更好。2010~2013 年，这种关系又变得完全相反。因此，我们谈论价值&成长的表现优劣的时候，是有必要把大、小盘的影响考虑进去的。

图 1：价值股大盘占优，成长股小盘占优



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 2：价值和成长的表现优劣会受大小盘的影响



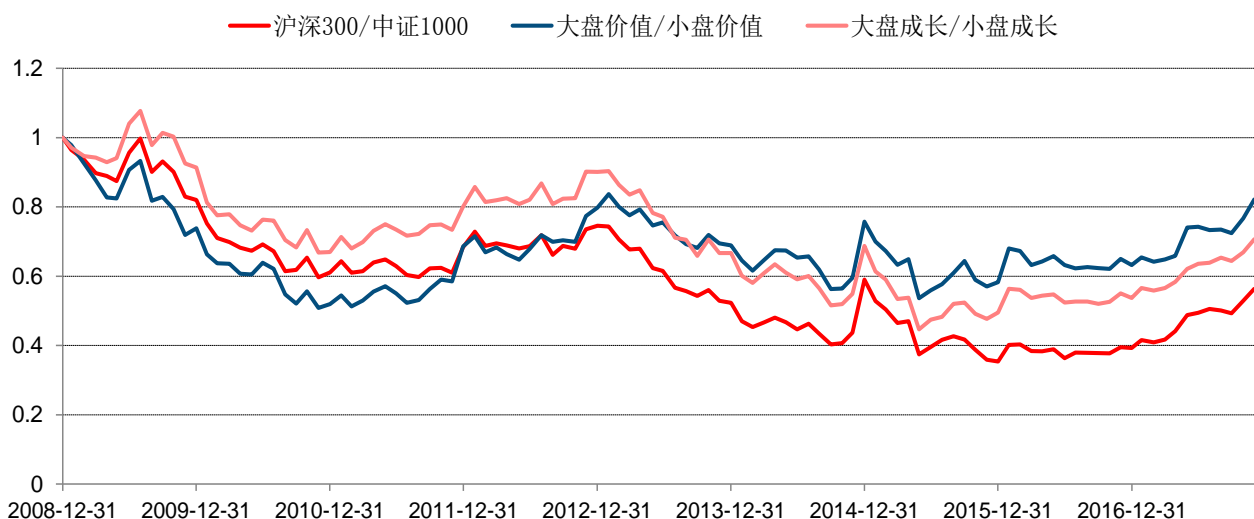
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

1.1.2 大盘&小盘的比较只需要考虑市值因素

大小盘风格我们这里采用三个常见的宽基指数：沪深 300、中证 500、中证 1000，分别大盘、中盘、小盘。

同样，比较大小盘的表现优劣时，我们需不需要分别在价值和成长股里面去比较呢？答案是不需要的。理由如下所示，沪深 300/中证 1000 代表全市场大盘股和小盘股的相对走势，我们可以发现，**无论是价值股，还是成长股，它们里面的大小盘的相对走势和全市场的大小盘走势都是一致的**。也就是说，大盘&小盘的表现优劣不会受到价值成长的影响，所以我们这里比较大小盘的优劣就不做价值和成长的进一步细分。

图 3：大盘&小盘的表现优劣不会受到价值成长的影响



数据来源：wind, 中信建投研究发展部

1.2 宏观经济指标的选取：经济增速、通胀、利率、风险溢价

分别从经济增速、通胀、利率、风险溢价这四个维度来选取宏观指标：经济增速我们这里看的是 GDP 增速，不过考虑到 GDP 从 15 年开始就不怎么变动，我们这里用工业增加值等指标做一个修正。通胀采用 CPI 同比，利率看的十年国债收益率，风险溢价是上证综指 PE (TTM) 倒数减去 10 年国债收益率。

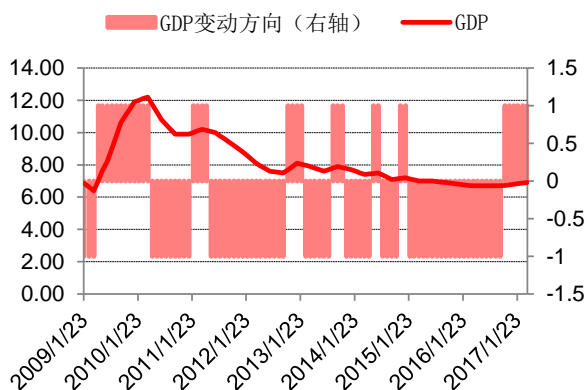
表 1：四个维度选取宏观经济指标

经济增速	通胀	利率	风险溢价
GDP+工业增加值	CPI	十年国债收益率	1/上证综指 PE (TTM) - 十年国债收益率

数据来源：中信建投研究发展部

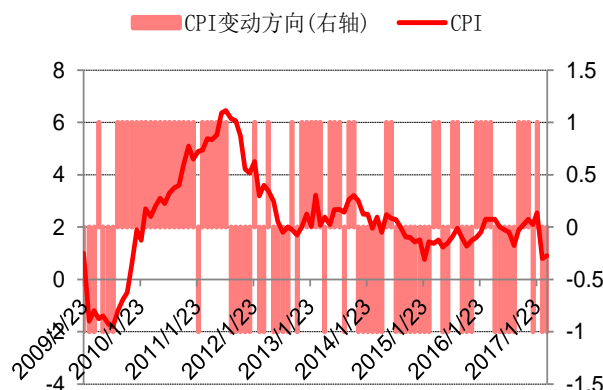
这四类宏观经济指标的走势如下图所示，需要指出的是，这里我们关注的不是这里经济指标的绝对值，而是它们隔期差分（ $X_t - X_{t-2}$ ）的正负方向，为正代表上行，为负代表下行。采用差分值的主要原因是**宏观经济的边际变化对市场的影响更大**，另外一阶差分值的短期扰动较多，因此这里采用隔期差分。另外，只看差分值的正负号而不是绝对值，主要理由是**我们认为关键在于把握经济指标的边际变动方向，一味地去解读绝对数值的影响容易犯精确的错误**。

图 4：GDP 走势及变动方向



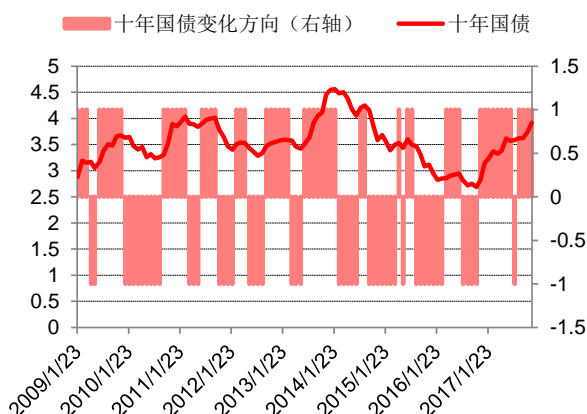
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 5：CPI 走势及变动方向



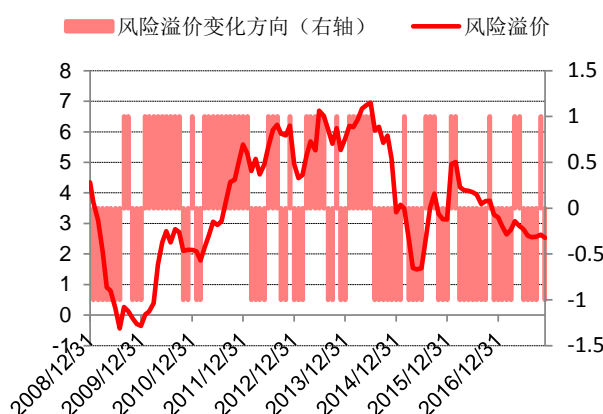
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 6：十年国债走势及变动方向



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 7：风险溢价走势及变动方向



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

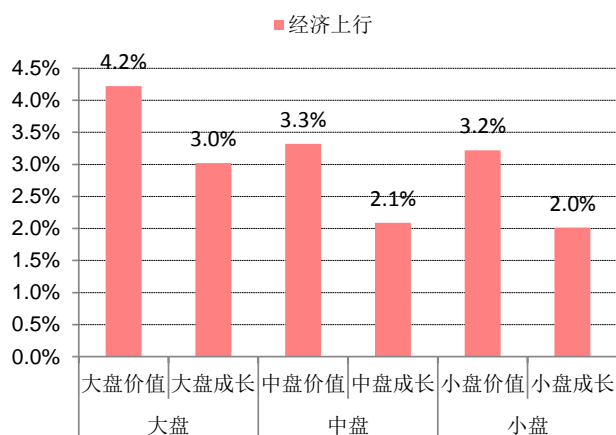
二、价值&成长风格配置

我们这里分两步来去研究宏观指标对风格指数的影响：1）单指标的初步统计，看看这些风格指数在这些指标的不同状态下的表现差异；2）多变量控制下的交叉项检验，看看这些宏观变量的状态变化对风格指数的超额收益率带来的边际影响是否显著。本节将先介绍步骤一。

2.1 经济增速

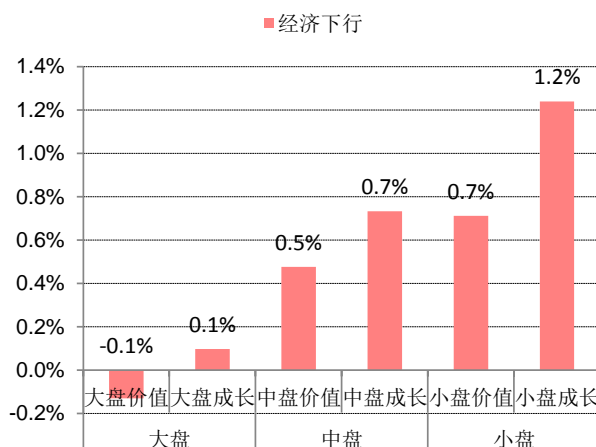
这里分别统计了在经济上行时期和经济下行时期，大盘价值、大盘成长、中盘价值、中盘成长、小盘价值的月均涨跌幅。可以发现在经济上行和经济下行状态下，成长指数和价值指数的表现优劣出现很大差异。在经济上行区间，价值指数的表现明显好于成长指数（大盘、中盘、小盘都满足），月均超额收益将近 1%。而在经济下行区间，成长指数的表现明显好于价值指数，月均超额收益 0.2%~0.5%。两个经济状态下，价值成长的表现优劣完全相反。

图 8：经济上行，价值股占优



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 9：经济下行，成长股占优



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

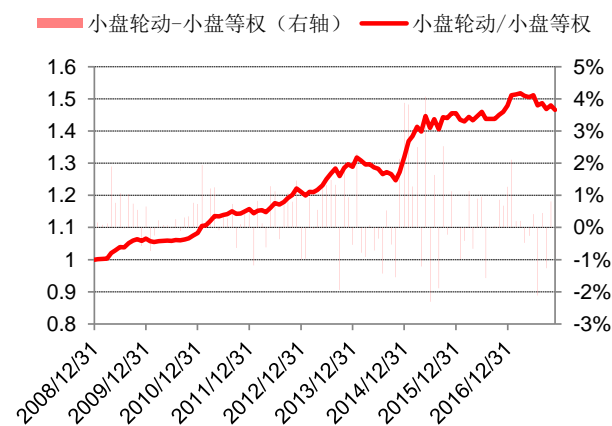
上面只是月均超额收益的简单统计，那如果从胜率的角度来看呢？我们这里构建了一个简单的配置策略：**经济上行——100%*价值，经济下行——100%*成长**；测试结果发现，如下图所示，在该策略小盘股里面做价值和成长的轮动效果非常好，月均超额收益 0.6%，胜率 60%~70%。

图 10：中盘、小盘里面胜率更高，约为 60%~70%

指标名称		经济下行	经济上行
月均超额收益	大盘轮动-大盘等权	0.11%	0.60%
	中盘轮动-中盘等权	0.13%	0.62%
	小盘轮动-小盘等权	0.26%	0.60%
胜率	大盘轮动>大盘等权	52.11%	58.33%
	中盘轮动>中盘等权	57.75%	63.89%
	小盘轮动>小盘等权	60.56%	72.22%

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 11：小盘股价值成长轮动效果图

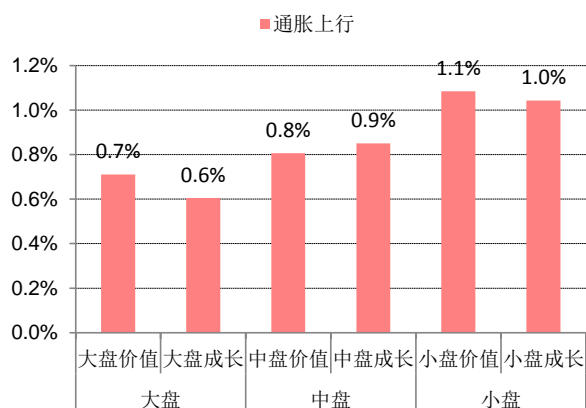


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

2.2 通胀

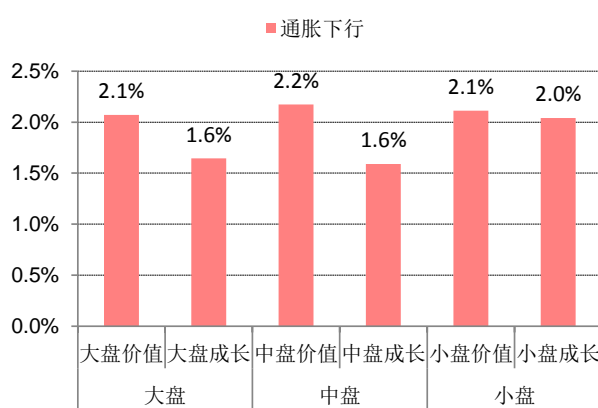
同样，我们统计了在通胀上行区间、通胀下行区间这些指数的表现差异。结果如下图所示，在通胀上行期间无显著差异价值和成长指数没有显著的差异。而在通胀下行区间，价值股的表现明显好于成长股。

图 12：通胀上行，价值和成长股没有显著差异



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 13：通胀下行，价值股的表现明显好于成长股



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

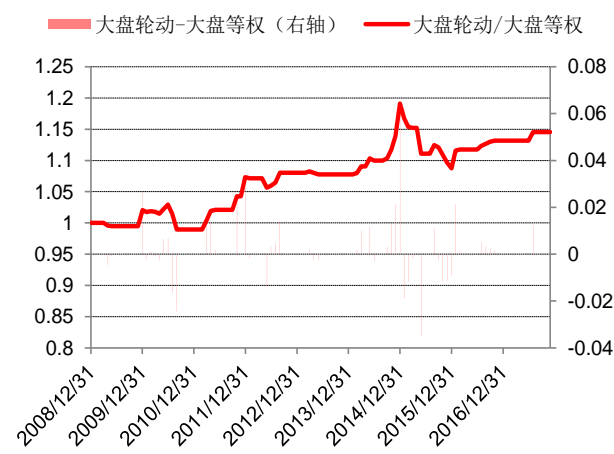
同样，我们可以构建这么一个轮动策略：**通胀下行——100%*价值，通胀上行——50%*价值+50%*成长**。测试结果发现，策略在大盘股里面效果更好，月均超额收益 0.3%，胜率 58%；

图 14：大盘里面胜率更高，约为 57.14%

指标名称		通胀下行 (配价值)	通胀上行 (等权配)
月均超额收益	大盘轮动-大盘等权	0.21%	-
	中盘轮动-中盘等权	0.29%	-
	小盘轮动-小盘等权	0.04%	-
胜率	大盘轮动>大盘等权	57.14%	-
	中盘轮动>中盘等权	55.10%	-
	小盘轮动>小盘等权	48.98%	-

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 15：大盘股价值成长轮动效果图

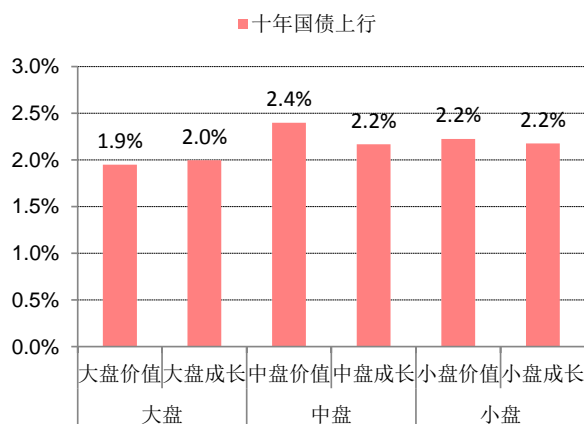


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

2.3 利率

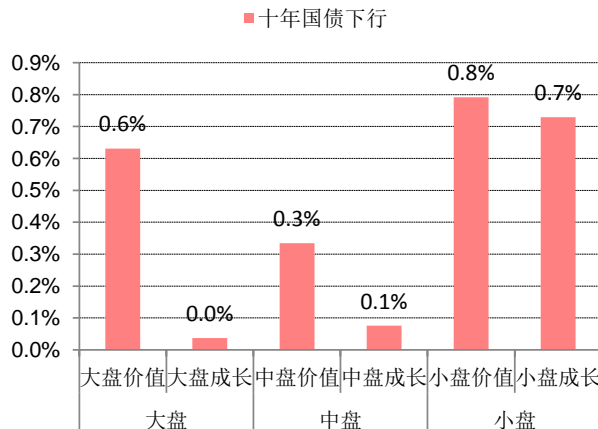
把十年国债收益率作为市场利率的衡量指标，我们发现在十年国债利率下行区间，**价值股的表现明显好于成长股（尤其是在大盘和中盘里面）**；而十年国债收益率上行区间，两者无显著差异；

图 16：十年国债上行，价值和成长股没有显著差异



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 17：十年国债下行，价值股的表现明显好于成长股



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

同样，我们构建如下策略：十年国债下行——100%*价值，十年国债上行——50%*价值+50%*成长；可以发现，策略在大盘股里面效果更好，月均超额收益 0.2%，胜率 58%；

图 18：大盘里面胜率更高，约为 57.14%

指标名称		十年国债下行 (配价值)	十年国债上行 (等权配)
月均超额收益	大盘轮动-大盘等权	0.30%	-
	中盘轮动-中盘等权	0.13%	-
	小盘轮动-小盘等权	0.03%	-
胜率	大盘轮动>大盘等权	58.00%	-
	中盘轮动>中盘等权	54.00%	-
	小盘轮动>小盘等权	54.00%	-

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 19：大盘股价值成长轮动效果图

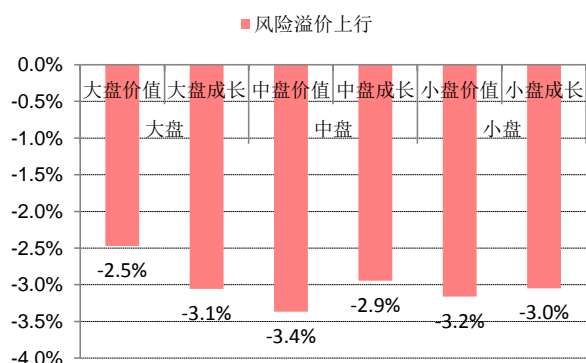


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

2.4 风险溢价

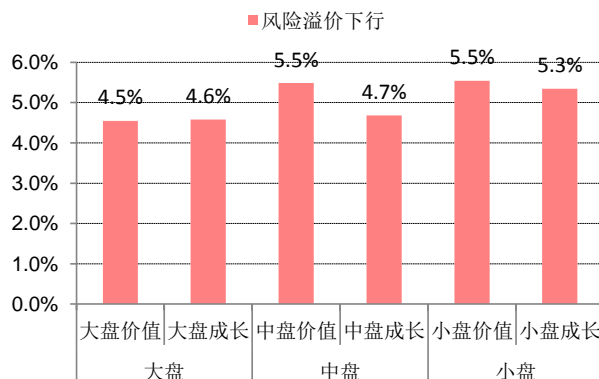
我们用“1/上证综指 PE (TTM) - 十年国债收益率”来衡量市场风险溢价的水平。测试结果发现，风险溢价上行，成长>价值（仅中、小盘）；风险溢价下行，价值>成长（仅中、小盘），月均超额收益 0.3%~0.5%

图 20：风险溢价上行，价值和成长股没有显著差异



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 21：风险溢价下行，价值股的表现明显好于成长股



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

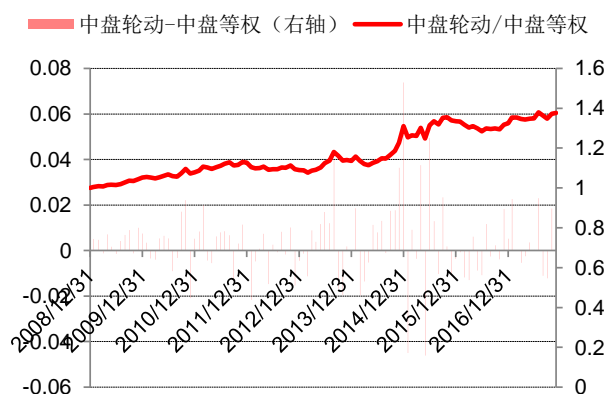
同样我们构建这样一个轮动策略：风险溢价上行——1*成长，风险溢价下行——1*价值；回测结果发现，策略在中、小盘股里面做轮动效果更好，胜率 55%左右，月均超额收益 0.1%；

图 22：中盘里面超额收益更高，0.2%~0.4%

指标名称		风险溢价下行 (配价值)	风险溢价上行 (配成长，仅小盘)
月均超额收益	大盘轮动-大盘等权	-0.01%	-0.29%
	中盘轮动-中盘等权	0.40%	0.21%
	小盘轮动-小盘等权	0.10%	0.06%
胜率	大盘轮动>大盘等权	53.45%	51.02%
	中盘轮动>中盘等权	51.72%	53.06%
	小盘轮动>小盘等权	56.90%	57.14%

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 23：中盘股价值成长轮动效果图



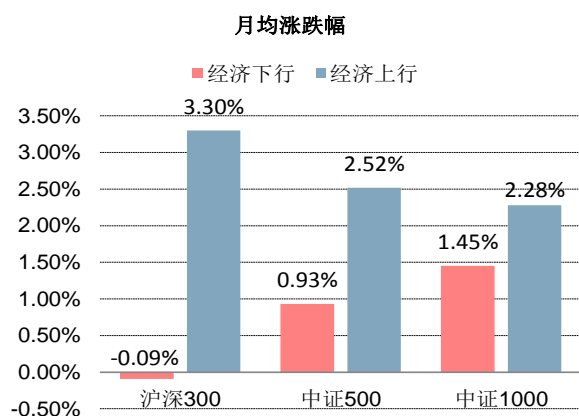
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

三、大盘&小盘的风格配置

3.1 从月均涨跌幅的绝对值来看，只有经济增速这个指标是有效的

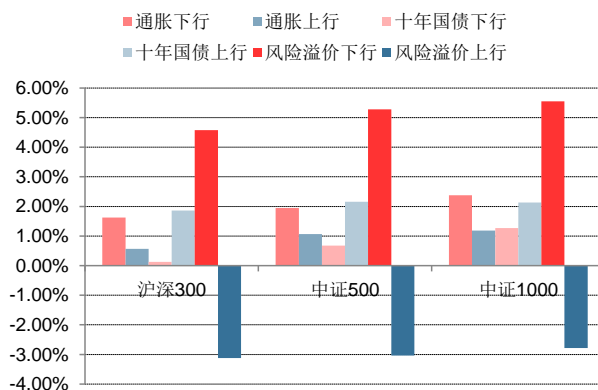
同样，我们参考上述方法，计算了这些宏观指标的不同状态下，沪深 300、中证 500、中证 1000 的月均涨跌幅。计算结果如下图所示，发现只有经济增速具备显著的参考意义。其中经济上行阶段，沪深 300>中证 500>中证 1000；经济下行阶段，沪深 300<中证 500<中证 1000，非常显著的单调性。简单来讲，经济好的时候大票表现好，经济差的时候小票表现好。另外，CPI、十年国债、风险溢价这三个指标无论是上行还是下行阶段，最终都是中证 1000 的月均涨跌幅最大，沪深 300 的月均涨跌幅最小。从这个角度来看，这三个指标对大小盘的配置没有直接的参考意义。

图 24：经济上行：沪深 300，经济下行：中证 1000



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 25：CPI、十年国债、风险溢价没有直接参考意义



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

3.2 从胜率角度来看，十年国债、风险溢价可以显著影响小盘的胜率

上面统计的是月均涨跌幅的比较，会发现 CPI，十年国债和风险溢价这三个指标无论是上行还是下行阶段，最终都是中证 1000 的月均涨跌幅最大。那是不是说，这些变量的变动就丝毫不会影响大小盘的表现呢？答案是不是的，主要原因在于月均涨跌幅只是衡量大小盘表现优劣的其中一个维度，还有一个维度是小盘跑赢大盘是胜率。另外，考虑到小盘的涨跌幅弹性一般大于大盘，因此仅仅看月均涨跌幅这个指标是不够的。

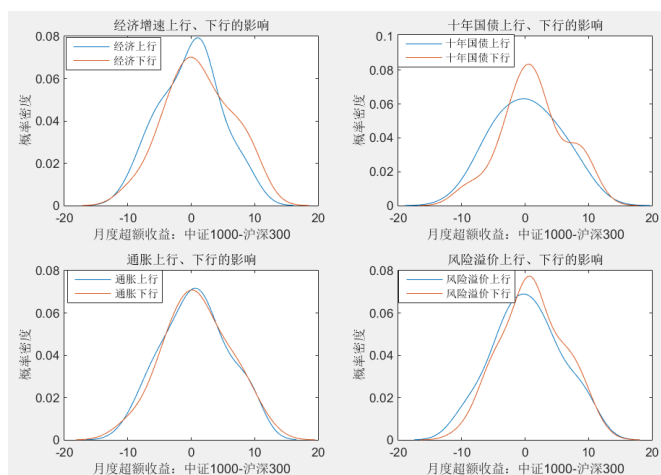
从胜率的角度来看，我们统计结果发现。十年国债、风险溢价下行的时候，可以显著提高中证 1000 相对沪深 300 的概率。其中，十年国债上行：胜率 54.39%，十年国债下行：胜率 60%；风险溢价上行：胜率 48.98%，风险溢价下行：胜率 63.79%。另外，我们分别统计了这四类经济指标上下行状态下，中证 1000 相对沪深 300 月度超额收益的密度分布，确实发现，GDP、十年国债、风险溢价的不同状态下，超额收益的密度函数出现显著的偏移，进一步验证了这个结论。

图 26：十年国债、风险溢价下行，小盘胜率更高

经济指标变化	月均超额收益：中证1000-沪深300	胜率：中证1000>沪深300
经济下行	1.54%	57.75%
经济上行	1.02%	55.56%
通胀下行	0.75%	57.14%
通胀上行	0.62%	56.90%
十年国债下行	1.15%	60.00%
十年国债上行	0.27%	54.39%
风险溢价下行	0.97%	63.79%
风险溢价上行	0.34%	48.98%

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 27：月均超额收益的密度函数出现偏移（通胀指标除外）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

四、多变量控制下的交叉项检验

上一节我们从单指标的维度统计了不同经济状态下，价值&成长、大盘&小盘表现的差异。但是仅仅从单维度去做分类统计可能存在误差，因为并没有把其他指标的影响排除掉。为了降低其他变量的影响程度，我们这里构建了多变量控制下的计量模型，**检验在其他因素都控制好的情况下**，经济增速、通胀、十年国债、风险溢价这些经济指标的变动方向对风格指数带来的影响有多大，以及带来的影响是否显著。

4.1 多个控制变量的统计检验

首先，我们把价值成长分类、大盘小盘分类、四个宏观经济指标的变动方向作为控制变量，构建以下回归方程，检测这里这些变量对指数收益率是否有显著的影响：

$$return = a_0 + a_1 * Large + a_2 * Medium + a_3 * Value + a_4 * GDP + a_5 * CPI + a_6 * T10Y + a_7 * premium$$

其中： *return*: 指数收益率，

Large, Medium, value: 大盘、中盘、价值控制变量(1 代表大盘，中盘，价值)

GDP, CPI, T10Y, premium: 四个宏观变量的控制变量，1 代表上行，0 代表下行

检验结果发现，**经济增速、十年国债、通胀确实对指数的收益率带来显著的影响**。其中经济和十年国债的上行是正向贡献，通胀的上行是负向贡献。

表 2: 回归结果：GDP、T10Y 和 CPI 的上下行状态，对指数的收益率有显著的影响

	coeff	std	T_statistic	P_value
<i>c</i>	0.0069	0.0082	0.8460	0.3978
<i>Large</i>	(0.0032)	0.0080	(0.4014)	0.6883
<i>Medium</i>	(0.0022)	0.0080	(0.2711)	0.7864
<i>Value</i>	0.0018	0.0065	0.2818	0.7782
<i>GDP</i>	0.0261	0.0072	3.6510	0.0003
<i>T10Y</i>	0.0145	0.0067	2.1542	0.0316
<i>CPI</i>	(0.0177)	0.0068	(2.6090)	0.0093
<i>premium</i>	0.0016	0.0075	0.2139	0.8307

数据来源：中信建投研究发展部

4.2 价值 VS 成长的交叉项检验

另外，为了检验这四类宏观指标的变动方向是否会对价值成长指数的超额收益带来显著的边际影响，我们这里**加入了宏观状态变量和价值控制变量的交叉项**，构建以下回归方程：

$$excess_return = a_0 + a_1 * Value + \sum a_i indicator_i + \sum a_j indicator_j * Value$$

其中: *excess_return*: 相对等权基准的超额收益, *value*: 价值控制变量(1 代表价值)

indicator: 宏观指标状态控制变量, *GDP, CPI, T10Y, premium* (1 代表上行)

*indicator*value*: 宏观状态变量和价值控制变量的交叉项

检验结果发现, 价值股的超额收益表现会受到 GDP、T10Y、CPI 状态的影响, GDP*value 的交叉项回归结果显著为正, 说明对于价值股来说, 经济上行可以给价值股带来额外的边际收益 (除去 GDP 系数本身的影响依然如此)。同样, T10Y 和 CPI 下行, 可以额外提高价值股的超额收益。

表 3: 回归结果: GDP 上行、T10Y 和 CPI 下行, 可以额外提高价值股的超额收益

	coeff	std	T_statistic	P_value
c	(0.0009)	0.0014	(0.6790)	0.4974
value	0.0019	0.0020	0.9602	0.3373
GDP	(0.0089)	0.0017	(5.3648)	0.0000
T10Y	0.0020	0.0016	1.3011	0.1937
CPI	0.0032	0.0016	2.0487	0.0409
premium	0.0007	0.0017	0.3811	0.7032
GDP*value	0.0178	0.0023	7.5870	0.0000
T10Y*value	(0.0041)	0.0022	(1.8401)	0.0662
CPI*value	(0.0064)	0.0022	(2.8974)	0.0039
premium*value	(0.0013)	0.0025	(0.5390)	0.5901

数据来源: 中信建投研究发展部

4.3 大盘 VS 小盘的交叉项检验

同样, 为了检验这四类宏观指标的变动方向是否会对大盘小盘指数的超额收益带来显著的边际影响, 我们这里加入了宏观状态变量和大盘控制变量的交叉项, 构建以下回归方程:

$$excess_return = a_0 + a_1 * Large + \sum a_i indicator_i + \sum a_j indicator_j * Large$$

其中: *excess_return*: 相对同市值的超额收益, *value*: 价值控制变量(1 代表价值)

indicator: 宏观指标状态控制变量, *GDP, CPI, T10Y, premium* (1 代表上行)

*indicator*Large*: 宏观状态变量和大盘控制变量的交叉项

检验结果发现, 只有经济增速这个指标是有效的, 经济增速上行, 可以额外提高大盘的超额收益。

表 4: 回归结果: GDP 上行, 可以额外提高大盘股的超额收益

	coeff	std	T_statistic	P_value
c	0.9687	0.6501	1.4901	0.1377
large	(1.9375)	0.9194	(2.1073)	0.0363
GDP	(1.3695)	0.6972	(1.9644)	0.0508
T10Y	(0.3122)	0.6361	(0.4907)	0.6241
CPI	0.2957	0.6539	0.4522	0.6516
premium	(0.3474)	0.6526	(0.5324)	0.5950
GDP*large	2.7389	0.9859	2.7781	0.0060
T10Y*large	0.6243	0.8996	0.6940	0.4885
CPI*large	(0.5914)	0.9247	(0.6396)	0.5232
premium*large	0.6949	0.9229	0.7530	0.4523

数据来源: 中信建投研究发展部

五、核心观点总结

基于上述的分析, 我们将统计检验的结果汇总成下面类似“九宫格”的表格, 表格里展示了四类经济指标上行下行状态下, 价值成长、大盘小盘应该如何去配置的观点, 这里我们把胜率高于 55% 的观点都列了出来。另外, 红色底色格子的观点不仅仅是胜率比较高, 而且是可以通过边际影响的交叉项检验, 核心观点如下:

价值 vs 成长: 经济上行, 风险溢价、十年国债、通胀下行, 有利于价值股的配置; 经济下行, 风险溢价上行, 有利于成长股的配置; **大盘 vs 小盘:** 经济上行, 优先配置大盘, 反之配置小盘; 十年国债、风险溢价下行, 小盘胜率提高。

表 5: 回归结果: GDP 上行, 可以额外提高大盘股的超额收益

宏观指标		上行		下行	
		价值 VS 成长	大盘 VS 小盘	价值 VS 成长	大盘 VS 小盘
GDP+工业增加值	配置建议	价值	大盘	成长	小盘
	胜率	60%~70%	56%	55%~60%	58%
	月均超额收益	0.60%	1.02%	0.15%	1.54%
CPI	配置建议	—	—	价值 (除去小盘)	—
	胜率	—	—	55.00%	—
	月均超额收益	—	—	0.20%	—
十年国债收益率	配置建议	—	—	价值 (仅大盘)	小盘
	胜率	—	—	58%	60%
	月均超额收益	—	—	0.30%	1.15%
风险溢价	配置建议	成长 (仅小盘)	—	价值 (仅小盘)	小盘
	胜率	57%	—	57%	64%
	月均超额收益	0.15%	—	0.15%	0.97%

数据来源: 中信建投研究发展部



分析师介绍

丁鲁明：同济大学金融数学硕士，中国准精算师，现任中信建投证券研究发展部金融工程方向负责人，首席分析师。9 年证券从业，历任海通证券研究所金融工程高级研究员、量化资产配置方向负责人；先后从事转债、选股、高频交易、行业配置、大类资产配置等领域的量化策略研究，对大类资产配置、资产择时领域研究深入，创立国内“量化基本面”投研体系。多次荣获团队荣誉：新财富最佳分析师 2009 第 4、2012 第 4、2013 第 1、2014 第 3 等；水晶球最佳分析师 2009 第 1、2013 第 1 等。

报告贡献人

段伟良：2 年证券从业经验，复旦大学经济学院硕士，主要研究方向基本面量化和选股。研究成果包括：基本面量化深度专题和系列思考、风格配置、投资时钟行业轮动、次新股选股及择时等。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyong@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

程一天 18520809878 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 15013819353 caoying@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622