

大类资产研究与配置通用框架教程（增强版）

地球宏观经济八卦

2025 年 11 月 4 日

1 引言：从框架到方法论

在复杂的宏观环境下，大类资产之间的轮动与配置并非随机波动，而是受到经济增长、政策取向、通胀预期与流动性状态等多重因素共同驱动。本文旨在构建一套可系统复用的分析框架，以帮助研究者和投资者在“股、债、汇、商品”四类主要资产之间进行逻辑化的判断与动态配置。

整体思路可概括为“三层分析 + 一条主线”：

1. 第一层：宏观周期分析——识别增长与流动性的拐点；
2. 第二层：跨资产定价机制——理清汇率、利率、股市与商品的联动逻辑；
3. 第三层：资产配置与策略——在不同周期下寻找最优风险收益匹配；
4. 主线逻辑：流动性与风险偏好共振的方向，决定了大类资产的相对表现。

2 第一层：宏观周期分析

宏观分析的核心目标在于判断经济与政策所处的阶段，为后续的资产估值与配置提供背景约束。可从以下五个方面系统展开。

2.1 经济增长

经济增长决定了企业利润与整体风险偏好的基调。常用指标包括 GDP 增速、制造业 PMI、社会融资总量、以及工业增加值等。当这些指标呈现持续改善时，通常意味着经济进入扩张阶段，企业盈利预期上升，股市和周期性商品表现相对更优；反之，若经济活动放缓，则债券和黄金等防御性资产相对受益。

2.2 通胀与成本结构

通胀不仅影响消费者价格，更直接作用于名义利率与实际收益率。CPI 与 PPI 的剪刀差能够揭示利润空间的变化：当 PPI 高而 CPI 低时，上游利润集中但下游承压；而当 CPI 回升、PPI 回落，则意味着成本压力缓解、消费复苏。实际利率下降往往利好权益与黄金资产，而上升则压制估值。

2.3 政策取向

财政与货币政策的取向是流动性的重要决定因素。财政方面，专项债发行节奏、赤字率与基建投资反映政府支出的力度；货币方面，央行公开市场操作、MLF 利率、以及银行信贷投放揭示了金融条件的松紧。通常而言，“政策底”早于“市场底”，政策信号的边际变化才是关键。

2.4 流动性状态

流动性可通过 M2 增速、DR007、SHIBOR 以及银行间质押利率等指标监测。宽松环境下，估值中枢上移；收紧阶段，风险资产面临压缩。投资研究中应关注“边际方向”，即资金成本是趋宽还是趋紧，而非绝对水平。

2.5 海外变量

全球化背景下，美联储政策与美元指数已成为全球流动性的锚。美联储加息周期通常伴随资本回流、美元走强及全球流动性收缩，风险资产承压；反之，降息周期则带动新兴市场估值修复。原油与大宗商品价格反映了全球经济活动的温度，是宏观周期的重要信号。

宏观周期的判断是所有资产定价的起点。只有在明确“经济与流动性位于何处”的前提下，资产配置的策略性选择才有意义。

3 第二层：跨资产定价机制

跨资产研究的核心在于理解不同市场间的传导路径。无论是股市的估值、汇率的变动，还是商品价格的波动，背后都遵循统一的资金与预期逻辑。

3.1 股票市场：估值与结构

股票的定价可由基本的贴现模型描述：

$$P = \frac{E}{r - g}$$

其中， E 为预期盈利， r 为贴现率（通常与无风险利率挂钩）， g 为长期增长率。当货币宽松导致 r 下行或盈利预期改善时，股市估值上升。因此，流动性与盈利预期的交汇点决定了股市的主要趋势。

在结构上：

- 沪深 300 代表核心资产与价值板块；
- 中证 500 反映中小盘成长性；
- 恒生系列指数体现离岸中资溢价；
- 标普 500 与纳斯达克则是全球风险偏好的风向标。

资金在不同阶段的轮动通常表现为“沪深 300 → 中证 500 → 创业板”的序列，即风险偏好由低到高的迁移。

3.2 外汇市场：货币属性与功能

不同货币在全球体系中承担着不同的角色。东吴研究将其归纳为四类：

1. **非美系货币**（欧元、英镑、瑞郎、加元）：与美国经济周期相关，方向大体一致；
2. **风险货币**（欧元、澳元、英镑）：在全球风险偏好上升时走强；
3. **避险货币**（美元、日元、瑞郎）：在市场恐慌时升值；
4. **商品货币**（澳元、加元、挪威克朗）：与原油、金属等价格高度相关。

这意味着外汇市场本质上是全球风险偏好的映射系统：当风险情绪上升时，风险货币与商品货币升值；反之，避险货币主导。

3.3 汇率决定机制：UIRP 与 RPPP

汇率变动的本质是两国利率与通胀差异的体现。

(1) 利差决定——非套息平价 (UIRP)

$$(1 + R) = (1 + R^*) \frac{S^e}{S} \Rightarrow \frac{S^e - S}{S} = R - R^*$$

当本国利率高于国外利率 ($R > R^*$) 时，本币存在贬值预期，吸引套利资金流入；反之则升值。UIRP 更适合用于短期汇率波动分析，反映资本流向与流动性状况。

(2) 通胀差决定——相对购买力平价 (RPPP)

$$\frac{S^e - S}{S} = \pi - \pi^*$$

其中 π 、 π^* 分别为两国通胀率。当本国通胀高于他国时 ($\pi > \pi^*$)，本币贬值；通胀低则本币升值。RPPP 适用于**长期趋势判断**，反映货币购买力与经济基本面。

总体上，短期汇率由利差主导，长期由通胀与竞争力决定。

3.4 商品市场：通胀与供需的交汇点

商品价格是宏观经济与通胀预期的交叉反映。

- **原油**：与美元负相关，是风险偏好与全球供需周期的交点；
- **黄金**：兼具通胀与避险属性，对实际利率极为敏感；
- **工业金属**：对经济周期变化最为敏感；
- **农产品**：受地缘政治与气候因素影响显著。

典型传导链条为：通胀上行 \Rightarrow 实际利率下降 \Rightarrow 黄金上涨；美元贬值 \Rightarrow 大宗商品普涨；供应冲击 \Rightarrow 周期品价格领涨。

4 第三层：资产配置与策略路径

宏观与定价逻辑的分析最终要落实到配置决策上。不同经济环境下，各类资产的相对表现存在规律性差异。

4.1 跨资产表现图谱

宏观环境	股票	债券	外汇	商品
经济复苏 + 宽松	上升	下跌	弱美元	原油、有色上涨
通胀上行 + 加息	下跌	下跌	强美元	黄金上行
经济放缓 + 宽松	成长股回暖	上升	稳汇率	黄金走强
滞胀环境	下跌	下跌	强美元	能源强势

这一表格反映出资产轮动的本质是“增长与流动性之差”的组合。增长强于流动性时，风险资产占优；流动性强于增长时，防御资产领先。

4.2 策略核心与实践要点

1. **节奏判断**: 重点识别利率与信用周期的先后顺序。流动性宽松早于盈利改善，但反转也更快。
2. **风格配置**: 在收缩期偏防御（高股息、债券、黄金），在扩张期偏进攻（成长、周期）。
3. **跨市场联动**: 汇率决定跨境资金方向，商品影响通胀预期，两者共同决定资产轮动节奏。

5 当前形势（2025 年 Q4）的应用示例

在当前时点，全球与中国经济均处于“低增长 + 高负债 + 温和通胀”的格局，美联储已接近降息窗口，中国仍维持稳增长政策。这一环境对应于“经济放缓 + 流动性宽松”的象限。

- 全球利率下行预期强化，债券资产的配置价值上升；
- 中国财政与货币政策双宽松，权益市场处于估值修复期；
- 通胀虽温和但中期黏性犹存，黄金具备战略配置意义；
- 风险偏好逐步回升，成长与高股息板块可并行布局。

参考组合：

1. 40% 债券（中长期国债、利率债）；
2. 30% A 股（高股息 + 成长切换）；
3. 15% 黄金（通胀与避险对冲）；
4. 15% 海外资产（美元债或商品货币资产）。

6 结论：从分析到决策

宏观研究的价值在于建立稳定的认知结构。本文所提出的框架旨在实现三层逻辑闭环：

1. 宏观层面：通过经济与流动性判断周期位置；
2. 定价层面：理解各类资产的收益生成机制；

3. 策略层面：在不同周期下实现动态、跨市场配置。

核心判断可简化为：

$$\text{资产轮动信号} = f(\text{增长差}, \text{流动性差})$$

即，当增长与流动性方向出现背离时，正是调整配置的关键时刻。

通过结合 UIRP、RPPP 模型判断汇率与资金流，配合利率曲线、信用周期与估值分位数据，研究者可以在系统逻辑下实现定量与定性结合。最终目标不是预测价格，而是识别概率更高的区间与机制，从而在不确定性中做出结构化的投资决策。