

宏观经济研究体系讲义

Macro Research Framework and Asset Allocation System

地球宏观经济八卦编写

版本：2.0

日期：2025年11月5日

目录

| | |
|---|----------|
| 第一章 宏观研究的目标与思维方式 | 1 |
| 1.1 宏观研究的根本目标 | 1 |
| 1.1.1 宏观研究的三重指向 | 2 |
| 1.1.2 宏观研究的任务表述 | 2 |
| 1.1.3 一个典型的因果链示例 | 2 |
| 1.2 宏观研究的分析框架结构 | 3 |
| 1.2.1 自上而下的研究路径 | 3 |
| 1.2.2 自下而上的验证路径 | 4 |
| 1.3 经济周期与政策周期 | 4 |
| 1.3.1 周期的研究意义 | 4 |
| 1.3.2 经济周期的四个阶段 | 4 |
| 1.3.3 政策周期与经济周期的互动 | 5 |
| 1.4 国内外宏观框架的差异与联系 | 6 |
| 1.4.1 海外：以美国为例的货币政策逻辑 | 6 |
| 1.4.2 中国：以“增长目标”为导向的宏观体系 | 7 |
| 1.5 宏观数据与核心指标体系 | 8 |
| 1.5.1 增长指标（生产 + 需求） | 8 |
| 1.5.2 通胀指标 | 8 |
| 1.5.3 金融与流动性指标 | 9 |
| 1.5.4 数据使用的若干提示 | 9 |
| 1.6 宏观研究与资产配置的桥梁 | 9 |
| 1.6.1 流动性—风险偏好链条 | 9 |
| 1.6.2 资产类别对宏观变量的敏感度 | 10 |
| 1.6.3 从宏观到行业的再细化 | 10 |
| 1.7 案例：2020–2022 中国宏观周期回顾（详版） | 11 |
| 1.7.1 2020：疫情冲击下的极宽松组合 | 11 |
| 1.7.2 2021：信用扩张 → 边际收紧 | 11 |
| 1.7.3 2022：疫情反复 → 再次宽松 | 11 |
| 1.8 小结与启示 | 12 |

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 第二章 货币政策与利率市场分析框架 | 13 |
| 2.1 货币政策的核心目标与体系 | 13 |
| 2.1.1 货币政策为什么是宏观调控的核心 | 13 |
| 2.1.2 双目标与多目标的差别 | 14 |
| 2.1.3 中性利率的概念与意义 | 14 |
| 2.1.4 政策取向的识别路径 | 15 |
| 2.1.5 泰勒规则的应用边界 | 15 |
| 2.2 货币政策操作工具与传导机制 | 15 |
| 2.2.1 基础货币与央行资产负债表 | 15 |
| 2.2.2 主要操作工具的应用场景说明 | 15 |
| 2.2.3 货币传导中的阻塞问题 | 16 |
| 2.2.4 数量与价格的搭配逻辑 | 16 |
| 2.3 利率市场的结构与传导逻辑 | 17 |
| 2.3.1 从“一个利率”到“多个利率” | 17 |
| 2.3.2 资金价格与资金数量的交叉验证 | 17 |
| 2.3.3 利率与信用的关系 | 17 |
| 2.4 收益率曲线与久期分析 | 17 |
| 2.4.1 收益率曲线的分解思路 | 17 |
| 2.4.2 曲线形态与货币周期的对应 | 18 |
| 2.4.3 久期管理的策略含义 | 18 |
| 2.4.4 期限利差与信用利差的配合使用 | 18 |
| 2.5 全球视角：主要央行对比分析 | 18 |
| 2.5.1 政策目标与工具的内在一贯性 | 18 |
| 2.5.2 政策时滞与跨国传导 | 19 |
| 2.5.3 案例提示（可在课堂展开） | 19 |
| 2.6 货币政策与资产价格的传导 | 19 |
| 2.6.1 从流动性到估值的两级跳 | 19 |
| 2.6.2 不同资产的敏感度差异 | 19 |
| 2.6.3 货币政策预期的交易 | 20 |
| 2.7 小结与启示 | 20 |
| 第三章 信用市场与信用风险分析框架 | 21 |
| 3.1 信用市场在宏观体系中的作用 | 21 |
| 3.1.1 信用的宏观位置 | 21 |
| 3.1.2 信用的本质与构成 | 21 |
| 3.1.3 信用的三重作用 | 22 |
| 3.2 信用扩张机制与信用周期 | 22 |
| 3.2.1 信用创造的基础逻辑 | 22 |
| 3.2.2 信用周期的四阶段描述（细化版） | 23 |

| | | |
|------------|--------------------------------|-----------|
| 3.2.3 | 信用脉冲指标的应用 | 23 |
| 3.2.4 | 银行资产负债表与信用周期 | 24 |
| 3.3 | 信用利差与风险定价 | 24 |
| 3.3.1 | 信用利差的核心含义 | 24 |
| 3.3.2 | 信用利差的三重构成再拆解 | 24 |
| 3.3.3 | 利差曲线与分层定价 | 25 |
| 3.3.4 | 利差与宏观环境的联动 | 25 |
| 3.3.5 | 高收益债与中高等级债的分化 | 25 |
| 3.4 | 违约风险与信用风险评估体系 | 25 |
| 3.4.1 | 违约风险的来源与传导 | 25 |
| 3.4.2 | 定量分析的关键指标解释 | 26 |
| 3.4.3 | 定性分析的补强点 | 26 |
| 3.4.4 | 评级的使用注意事项 | 26 |
| 3.4.5 | 违约的几种典型处置路径 | 27 |
| 3.5 | 中国信用市场的特殊结构 | 27 |
| 3.5.1 | 城投债的制度性地位 | 27 |
| 3.5.2 | 城投风险的识别点 | 27 |
| 3.5.3 | 房地产债的信用特征 | 28 |
| 3.5.4 | 隐性担保的淡化与信用分层 | 28 |
| 3.6 | 信用研究的实务框架 | 28 |
| 3.6.1 | 顶层到个券的研究路径 | 28 |
| 3.6.2 | 关键数据与高频信号 | 29 |
| 3.6.3 | 信用事件数据库的构建要点 | 29 |
| 3.7 | 案例分析 | 29 |
| 3.7.1 | 案例一：永煤违约的信号含义 | 29 |
| 3.7.2 | 案例二：2021—2022年房地产债危机 | 30 |
| 3.7.3 | 案例三：地方平台的展期与缓释 | 30 |
| 3.8 | 小结与启示 | 30 |
| 第四章 | 混合资产策略与可转债分析 | 32 |
| 4.1 | 宏观视角下的资产配置逻辑 | 32 |
| 4.1.1 | 资产配置的核心理念 | 32 |
| 4.1.2 | 大类资产的性质差异 | 33 |
| 4.1.3 | 资产之间的相关性与分散化 | 33 |
| 4.2 | 经济象限模型与资产轮动规律 | 34 |
| 4.2.1 | 增长—通胀四象限框架 | 34 |
| 4.2.2 | 象限切换的常见顺序 | 34 |
| 4.2.3 | 中国宏观象限的特殊性 | 35 |
| 4.3 | 风险平价与宏观对冲策略 | 35 |

| | |
|---|-----------|
| 4.3.1 风险平价的思想 | 35 |
| 4.3.2 风险平价的实施要点 | 35 |
| 4.3.3 宏观对冲策略的触发信号 | 35 |
| 4.4 可转债的双重属性与估值框架 | 36 |
| 4.4.1 可转债为何重要 | 36 |
| 4.4.2 可转债的现金流与权利结构 | 36 |
| 4.4.3 纯债价值的确定 | 37 |
| 4.4.4 转股价值与股性部分 | 37 |
| 4.4.5 溢价率的意义 | 37 |
| 4.4.6 条款对估值的影响 | 37 |
| 4.5 可转债投资策略与实务分析 | 38 |
| 4.5.1 从宏观到可转债的路径 | 38 |
| 4.5.2 策略类型细化 | 38 |
| 4.5.3 风险控制重点 | 38 |
| 4.6 跨资产配置的实证与案例视角 | 39 |
| 4.6.1 轮动的现实样态 | 39 |
| 4.6.2 与中国市场特征结合 | 39 |
| 4.6.3 组合构建示意 | 39 |
| 4.7 小结与启示 | 40 |
| 第五章 大宗商品与汇率市场分析框架 | 41 |
| 5.1 大宗商品在宏观研究中的地位 | 41 |
| 5.1.1 商品的多重属性 | 41 |
| 5.1.2 商品与经济周期 | 41 |
| 5.2 大宗商品的供需与库存逻辑 | 42 |
| 5.2.1 基本供需框架 | 42 |
| 5.2.2 库存的中介作用 | 42 |
| 5.2.3 成本传导链与 PPI/CPI 时滞 | 43 |
| 5.3 商品的金融化与期限结构 | 43 |
| 5.3.1 期货市场的角色 | 43 |
| 5.3.2 逆价 (Backwardation) 与顺价 (Contango) | 44 |
| 5.3.3 基差与套保压力 | 44 |
| 5.4 主要大宗品种的分析逻辑 (扩展) | 44 |
| 5.4.1 能源: 原油、成品油、天然气 | 44 |
| 5.4.2 金属: 铜、铝、铁矿、镍 | 44 |
| 5.4.3 农产品: 粮油、饲料、糖棉 | 45 |
| 5.4.4 贵金属: 以黄金为核心 | 45 |
| 5.5 美元周期与全球流动性 | 45 |
| 5.5.1 美元的双重角色 | 45 |

| | |
|--|-----------|
| 5.5.2 美元指数与长端利率、通胀的互动 | 45 |
| 5.5.3 美元与商品的反向关系来源 | 46 |
| 5.6 汇率决定机制与资本流动 | 46 |
| 5.6.1 利差与汇率：从理论到现实 | 46 |
| 5.6.2 汇率的多因素框架 | 46 |
| 5.6.3 资本流动三角与政策独立性 | 46 |
| 5.7 人民币汇率机制与国际比较 | 47 |
| 5.7.1 制度演进与当前框架 | 47 |
| 5.7.2 人民币的核心影响因素 | 47 |
| 5.7.3 人民币与国内资产的联动 | 47 |
| 5.8 大宗商品与汇率的联动逻辑 | 47 |
| 5.8.1 “美元—商品—通胀—政策—美元”闭环 | 47 |
| 5.8.2 商品货币的放大器作用 | 48 |
| 5.8.3 中国的双向反馈 | 48 |
| 5.9 实战案例分析 | 48 |
| 5.9.1 案例一：2014–2016 年油价暴跌与美元走强 | 48 |
| 5.9.2 案例二：2020–2022 年供给受限 + 需求修复 | 48 |
| 5.9.3 案例三：中国的人民币—大宗—出口联动 | 49 |
| 5.10 小结与启示 | 49 |
| 第六章 REITs 与房地产金融化框架 | 50 |
| 6.1 房地产在宏观体系中的角色 | 50 |
| 6.1.1 房地产的三重功能 | 50 |
| 6.1.2 房地产—信用—经济的顺周期链条 | 51 |
| 6.1.3 房地产与土地财政的联动 | 51 |
| 6.2 房地产周期与金融化过程 | 51 |
| 6.2.1 房地产周期的四个阶段（细化版） | 51 |
| 6.2.2 “房住不炒”与“三道红线”后的结构变化 | 52 |
| 6.2.3 房地产金融化的几条路径 | 52 |
| 6.2.4 金融化的宏观效应 | 52 |
| 6.3 REITs 的制度逻辑与市场意义 | 53 |
| 6.3.1 REITs 的基本构成 | 53 |
| 6.3.2 REITs 的宏观功能（扩展版） | 53 |
| 6.3.3 与传统地产股的区别 | 53 |
| 6.4 REITs 的估值逻辑与分析方法 | 53 |
| 6.4.1 收益结构拆分 | 53 |
| 6.4.2 收益率法与“利差”思维 | 54 |
| 6.4.3 NAV 法的实际意义 | 54 |
| 6.4.4 DCF/NOI 法的操作要点 | 54 |

| | |
|---|-----------|
| 6.4.5 影响估值的五大变量 | 55 |
| 6.5 中国 REITs 市场的发展与特征 | 55 |
| 6.5.1 从“试点”到“资产盘活工具” | 55 |
| 6.5.2 基础设施 REITs vs 房地产 REITs | 55 |
| 6.5.3 未来的扩展方向 | 56 |
| 6.6 房地产与宏观政策的协调机制 | 56 |
| 6.6.1 “三大支柱”视角看房地产 | 56 |
| 6.6.2 三支箭与 REITs 的衔接 | 56 |
| 6.6.3 房地产稳定的关键监测指标 | 56 |
| 6.7 国际经验比较 | 57 |
| 6.7.1 美国 REITs 的成熟路径 | 57 |
| 6.7.2 新加坡/日本 REITs 的城市型模式 | 57 |
| 6.8 投资与风控要点 | 57 |
| 6.8.1 投资维度的五看法 | 57 |
| 6.8.2 风险识别清单 | 58 |
| 6.8.3 与其他资产的组合关系 | 58 |
| 6.9 实战案例分析 | 58 |
| 6.9.1 案例一：美国危机后的 REITs 修复 | 58 |
| 6.9.2 案例二：中国首批基础设施 REITs | 59 |
| 6.9.3 案例三：用 REITs 做城市更新的可能路径 | 59 |
| 6.10 小结与启示 | 59 |
| 第七章 宏观与资产配置的量化框架 | 60 |
| 7.1 宏观量化研究的核心理念 | 60 |
| 7.1.1 从定性到定量的四步走 | 60 |
| 7.1.2 量化框架的四层结构 | 60 |
| 7.1.3 量化的目标不是精确预测而是决策一致性 | 61 |
| 7.2 宏观数据体系的构建 | 61 |
| 7.2.1 数据类别与典型指标 | 61 |
| 7.2.2 数据预处理与平滑化 | 62 |
| 7.2.3 高频与低频的对接（Nowcasting） | 62 |
| 7.3 宏观因子提取与周期识别 | 62 |
| 7.3.1 经典三因子：增长、通胀、流动性 | 62 |
| 7.3.2 PCA/因子分析的操作思路 | 63 |
| 7.3.3 时序聚类与状态切换模型 | 63 |
| 7.3.4 因子可视化与监控面板 | 63 |
| 7.4 资产与宏观因子的联动分析 | 63 |
| 7.4.1 静态相关与滚动相关 | 63 |
| 7.4.2 回归与暴露估计 | 64 |

| | |
|---|-----------|
| 7.4.3 多资产敏感性表 | 64 |
| 7.5 资产配置的量化优化模型 | 64 |
| 7.5.1 经典均值—方差与其局限 | 64 |
| 7.5.2 基于宏观状态的分段优化 | 65 |
| 7.5.3 风险平价与波动率定位 | 65 |
| 7.5.4 约束与现实化 | 65 |
| 7.5.5 情景优化与压力测试式配置 | 66 |
| 7.6 量化回测与绩效评估 | 66 |
| 7.6.1 回测的标准流程 | 66 |
| 7.6.2 绩效指标的解读要点 | 66 |
| 7.6.3 常见问题与修正 | 67 |
| 7.7 机器学习与宏观量化的结合（补充） | 67 |
| 7.7.1 机器学习适合干什么 | 67 |
| 7.7.2 要点：可解释性优先 | 67 |
| 7.8 宏观因子投资的国际经验 | 67 |
| 7.8.1 桥水“All Weather”思想的量化表达 | 67 |
| 7.8.2 AQR/BlackRock的宏观+风格混合框架 | 68 |
| 7.8.3 国内的现实差异 | 68 |
| 7.9 策略执行与生产化要点 | 68 |
| 7.9.1 再平衡设计 | 68 |
| 7.9.2 交易成本与流动性约束 | 69 |
| 7.9.3 风控与止损 | 69 |
| 7.10 小结与启示 | 69 |
| 第八章 宏观研究体系的整合与展望 | 70 |
| 8.1 宏观研究的逻辑主线（重述版） | 70 |
| 8.1.1 起点：经济运行机制→增长与通胀 | 70 |
| 8.1.2 中轴：政策—信用—流动性 | 71 |
| 8.1.3 落点：资产与价格 | 71 |
| 8.2 一张表看懂前七章的结构整合 | 71 |
| 8.2.1 四层宏观框架的合并 | 71 |
| 8.2.2 三条时间线的统一 | 72 |
| 8.2.3 四类资产如何安放在框架里 | 72 |
| 8.3 宏观研究的实务化路径 | 72 |
| 8.3.1 一年一版的“宏观大框架” | 72 |
| 8.3.2 月度滚动的“数据—政策—资产”例会 | 73 |
| 8.3.3 高频监控的“预警面板” | 73 |
| 8.4 情景库与策略库的整合 | 73 |
| 8.4.1 为什么要做情景库 | 73 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 8.4.2 典型情景模板 | 73 |
| 8.4.3 策略库的表达形式 | 74 |
| 8.5 宏观与市场的桥梁：从研究到投资 | 74 |
| 8.5.1 信号链条的标准化表达 | 74 |
| 8.5.2 从“点判断”到“线管理” | 74 |
| 8.5.3 多资产桥梁的回看 | 75 |
| 8.6 全球宏观体系与中国的比较 | 75 |
| 8.6.1 外部约束的显性化 | 75 |
| 8.6.2 中国宏观的三大特殊性回顾 | 75 |
| 8.6.3 融合趋势 | 75 |
| 8.7 宏观研究的未来趋势 | 75 |
| 8.7.1 数据维度的外延化 | 75 |
| 8.7.2 模型形态的进化 | 76 |
| 8.7.3 从“预测值”到“概率分布” | 76 |
| 8.8 全书总结：构建你的宏观研究世界观 | 76 |
| 8.8.1 五条最重要的认知 | 76 |
| 8.8.2 三种思维方式 | 76 |
| 8.8.3 从研究到能力的演化 | 77 |

第1章

宏观研究的目标与思维方式

摘要：本章是整个宏观研究体系的理论起点。宏观研究的核心功能不是“看数据”，而是通过数据识别经济运行状态，进而推演政策取向，最终映射到资产价格的表现。因此，本章将从“为什么要宏观研究”这一根本问题出发，系统阐述宏观经济分析的目的、层次与逻辑结构，搭建从经济变量到资产定价的完整因果链条。同时，我们会说明中国与海外宏观体系的差异，以及为什么中国的宏观分析要特别关注“信用创造”。通过本章的学习，读者应能够：

1. 理解宏观研究的终极目标是“将宏观判断转化为可执行的资产配置”；
2. 掌握一个包含总量—政策—部门—金融—资产的五层研究框架；
3. 理解经济周期与政策周期的互动关系，并能够识别周期位置；
4. 建立宏观数据指标库的基本结构；
5. 初步把握中外宏观分析路径的差异。

1.1 宏观研究的根本目标

宏观经济研究常被误解为“对宏观数据的解读”，比如解读GDP、CPI、PMI等高频数据；也常被误解为“对政府政策的解码”，比如研究央行是否降息、财政是否加码。这些都是宏观研究的重要组成部分，但都不是终点。

宏观经济研究的终极目标，是在不确定的世界中识别确定性，进而把对未来经济走势的判断，转化为可执行、可回测、可风险控制的资产配置方案。

换句话说，宏观研究不是停留在“解释过去发生了什么”，而是要回答“未来最可能发生什么”以及“发生以后我该怎么投”的问题。这也是宏观投研区别于单纯经济学分析的根本所在。

1.1.1 宏观研究的三重指向

宏观研究的成果最终要落在三个层次上：

1. **宏观层面**：识别经济处于何种状态，是高增速还是低增速，是通胀上行还是下行，是外需扩张还是收缩，是政策偏宽还是偏紧。
2. **金融层面**：宏观状态会通过货币条件、信用条件、风险偏好等渠道传导到金融市场，这一层的核心是“资金贵不贵”“风险偏好高不高”。
3. **资产层面**：当我们知道资金松紧、增长强弱、通胀高低，就能判断不同资产的大致收益排序，比如“通胀上行阶段商品优于债券”，“宽货币阶段股票的性价比更高”。

三个层次之间形成传导关系：

宏观基本面（增长/通胀） → 政策取向（财政/货币） → 金融条件（流动性/利率/信用） → 资产表现

一个成熟的研究员，在看到宏观数据时，不会止步于“这个月 PMI 回落了”，而是会立刻往后推三步：

- PMI 回落说明景气在边际走弱；
- 景气走弱意味着政策边际上可能更倾向于稳增长；
- 政策偏宽意味着流动性边际改善，那么久期资产、利率债的配置价值可能上升。

1.1.2 宏观研究的任务表述

为了让目标更可操作，可以将宏观研究的任务表述为下面三句话：

1. **发现大方向**：宏观上处于什么周期，未来一个阶段的主旋律是什么；
2. **把握节奏感**：政策和流动性什么时候会拐，拐点前后资产价格的弹性如何；
3. **转化为策略**：将宏观判断对应到具体资产或行业的多空、轻重、久期、杠杆等投资动作上。

1.1.3 一个典型的因果链示例

下面是一个典型的宏观—资产因果链，这类链条是宏观研究中最需要训练的内容：

1. 海外经济增速回落，叠加通胀下行 → 美联储加息周期结束；
2. 美元指数走弱、全球流动性边际改善 → 新兴市场资金面缓和；

3. 国内为稳增长启动信用扩张 → 内部流动性 + 外部环境同时改善；
4. 风险资产（股票、可转债、信用债）获得估值和资金双重支持。

宏观研究的价值，就在于在第一、第二步的时候，就开始布局第四步要发生的事情。

1.2 宏观研究的分析框架结构

宏观研究不是“盯一个指标看”，而是“在框架里看一组指标”。框架的作用有三个：

1. 防止遗漏关键变量；
2. 帮助我们在指标出现分歧时进行优先级排序；
3. 让结论可以复盘、可复制。

本书采用的分析框架分为五个层级：总量—政策—部门—金融—资产。这个框架的好处是既能做自上而下的判断，也能自下而上验证。

| 层级 | 关键问题 | 常用指标 | 研究目的 |
|----|----------------------------|--|--------------------------|
| 总量 | 经济增长的强度和方向是什么？短期和中期处于何种周期？ | GDP、PMI、工业增加值、社融、固定资产投资、消费零售、出口数据 | 判断当前经济处于复苏、过热、滞涨还是下行阶段 |
| 政策 | 政府/央行目前是偏紧还是偏松？未来有无边际变化？ | 财政赤字率、专项债发行节奏、公开市场操作、MLF、LPR、降准降息预期 | 预测流动性和融资成本的趋势 |
| 部门 | 哪些行业/部门是增长的主要驱动力，哪些是拖累？ | 房地产销售与投资、制造业投资、基建投资、出口结构、消费分项 | 找到经济结构中的“强点”和“弱点”以做结构性投资 |
| 金融 | 当前市场的资金成本与风险偏好处在什么位置？ | 利率曲线形态、SHIBOR、DR007、信用利差、汇率、美元指数、波动率指数 | 判断市场是否愿意为风险资产付更高价格 |
| 资产 | 不同资产如何对上述宏观变量做出价格反应？ | 股票估值、股债收益差、国债收益率、商品价格、黄金价格 | 形成可执行的资产配置和行业配置建议 |

1.2.1 自上而下的研究路径

自上而下的路径是宏观研究最经典的路径，分为四步：

1. 看总量：判断经济大势——强还是弱，短周期还是长周期；

2. 看政策：在这种大势下，财政、货币是配合还是对冲；
3. 看金融：政策如何传导到资金价格和信用上；
4. 看资产：在这种资金价格和风险偏好条件下，哪些资产性价比最高。

1.2.2 自下而上的验证路径

现实中，宏观数据往往不会同时指向同一个方向，这时候需要反向验证：

- 如果股票市场已经大幅上涨，而宏观数据还没有明显改善，就要判断这是流动性驱动还是盈利驱动；
- 如果信用债的利差开始收窄，而社融还没上来，就要判断是市场先行还是数据滞后；
- 如果出口走弱而消费走强，就要判断是外需换内需，还是结构性修复。

这就是“在层级之间穿梭”的含义。

1.3 经济周期与政策周期

宏观研究之所以需要框架，是因为经济并不是直线运行，而是围绕趋势做波动。这些波动就是我们常说的“周期”。

1.3.1 周期的研究意义

1. 周期决定了未来一段时间的主基调，比如是“去杠杆”还是“宽信用”，是“稳增长”还是“防通胀”；
2. 周期决定了资产的相对收益排序，比如衰退期债券优于股票，恢复期股票优于债券；
3. 周期还决定了政策的容忍度，衰退期政策对通胀的容忍度更高，过热期政策对资产泡沫的容忍度更低。

1.3.2 经济周期的四个阶段

| 阶段 | 宏观特征 | 政策反应 | 市场反应 | 资产表现 |
|----|------|------|------|------|
|----|------|------|------|------|

| | | | | |
|-----|--|--|--------------------------------------|--|
| 复苏期 | 前期受压制的需求开始释放，工业生产和服务业活动回升，就业逐步改善，通胀仍在低位或刚从低位回升 | 延续或保持宽松的货币政策，财政支出仍有力度，更多是“托底 + 引导预期” | 情绪从悲观转为谨慎乐观，资金从防御资产向风险资产迁移，成交量放大 | 股债齐涨，但股票弹性更高；成长与周期类资产开始修复；信用债表现良好 |
| 过热期 | 增长高位运行甚至超潜在增速，企业盈利强劲，产能利用率高，通胀开始明显上升 | 货币政策转向中性偏紧，开始加息或回收流动性，行政性调控手段增加 | 乐观甚至过度乐观，估值快涨，市场更愿意讲故事；但高频利率开始抬头 | 股票仍有表现但分化加剧，周期与资源品受益通胀，债券承压，商品表现良好 |
| 滞涨期 | 增长开始回落或动能不足，但上游成本仍高，CPI/PPI 剪刀差可能扩大，企业利润受到双重挤压 | 政策面临“两难”：宽松怕通胀，收紧怕增长下滑，往往表现为结构性、定向化政策 | 市场不确定性上升，风格反复，资金在防御和进攻之间来回切换，波动率升高 | 商品相对占优（对冲通胀），股票和债券都不占绝对优势，结构性机会大于整体性机会 |
| 衰退期 | 需求明显下行，企业投资和居民消费都趋于谨慎，就业压力加大，通胀逐步回落甚至出现通缩苗头 | 政策重新转向宽松，降息、降准、财政扩张、投资项目加速落地，出现“托底组合拳” | 市场经历一轮风险资产的去杠杆和估值回调后，开始交易宽松预期，防御情绪明显 | 利率债表现最好，长期资产受益于利率下行；高等级信用债好于低等级；股票分化，盈利确定性行业占优 |

核心原则：

宏观经济周期决定资产收益的相对排序；而宏观研究的价值，就是尽可能早地识别“正在进入哪个阶段”“下一个阶段是什么”。

1.3.3 政策周期与经济周期的互动

政策不是凭空产生的，它一定是对经济状态的反馈，但又可能放大经济波动。典型规律是：

- 经济下行明显时，政策宽松（货币 + 财政）→ 刺激需求 → 经济复苏；
- 经济复苏后政策短期并不会马上收紧（存在滞后）→ 经济有时会过度繁荣；

- 经济过热、通胀上来 → 政策开始收紧 → 经济降温甚至转向。

也就是说，**政策的滞后性往往会让经济的上下波动更大**。这也是为什么很多时候我们看到“上半年宽信用带来股市大涨，下半年收紧导致地产和基建快速下行”这样的波动。

因此宏观分析要回答三个问题：

1. 政策现在处于什么位置，是在“加力”还是在“观望”；
2. 政策的空间有多大，未来还能不能继续加码；
3. 市场是否已经 price-in（计入）了这些政策。

识别当前政策取向 = 判断未来流动性趋势 = 判断资产价格的贝塔空间

1.4 国内外宏观框架的差异与联系

中国的宏观分析不能简单照搬美国的分析框架，原因在于：

1. 宏观目标不同：美国是“价格稳定 + 充分就业”，中国是“稳增长 + 保就业 + 防风险”；
2. 工具体系不同：美国以价格型工具为主（利率），中国数量 + 价格并行（信贷额度、结构性工具、MLF、LPR）；
3. 传导路径不同：美国更市场化，中国更银行主导、政府主导。

因此，在做全球宏观与中国宏观的对接时，要在大的逻辑上寻求一致性，在工具上保留差异性。

1.4.1 海外：以美国为例的货币政策逻辑

美国的宏观调控体系以美联储为核心，其基本框架是：

- 有一个明确的、公开的货币政策目标（双目标制）；
- 有一套比较清晰的政策反应函数（如泰勒规则）；
- 有高度市场化、传导效率高的金融体系。

政策工具主要包括：

1. **基准利率工具**：通过调整联邦基金利率目标区间，引导短端利率，进而影响贷款利率、债券收益率和资产估值；

2. **公开市场操作与资产购买 (QE)**: 在危机或零利率环境下, 通过扩张资产负债表的方式直接向市场注入流动性;
3. **前瞻性指引 (Forward Guidance)**: 通过对未来利率路径的沟通来影响市场预期;
4. **逆回购、贴现窗口**: 作为短期流动性管理与金融稳定的辅助工具。

政策传导链条可以写成:

政策利率/资产购买 → 市场利率/金融条件指数 → 信用与消费投资决策 → 总需求与就业 → 通胀水平

美元的强弱周期是海外宏观分析的一个“总开关”:

- 当美联储宽松、美国利率下行、美元走弱时, 全球流动性充裕, 风险资产(特别是新兴市场资产)表现更好;
- 当美联储收紧、美元走强时, 全球资金回流美国, 新兴市场承受资本外流和本币贬值压力。

因此, 做中国宏观时不能只看国内数据, 还要看外部流动性大环境。

1.4.2 中国: 以“增长目标”为导向的宏观体系

中国宏观政策最突出的一点是**目标导向性很强**, 特别是在经济下行阶段, 会把“**稳增长**”放在更突出的位置。这决定了中国的政策工具会更灵活, 财政和货币会一起用, 结构性工具也会更频繁使用。

主要特点如下:

1. **政策目标多元化**: 既要稳增长、又要保就业、还要防范系统性金融风险, 同时还要兼顾房地产调控、汇率稳定等目标, 因此政策常常表现为“有保有压”;
2. **工具体系复合化**: 除了公开市场操作、降准降息, 还会有MLF、LPR报价机制、结构性再贷款、信贷窗口指导等, 这些工具的目的有时不是“量的刺激”, 而是“定向疏通”;
3. **传导机制以银行为中心**: 社会融资很多是通过银行体系完成的, 因此研究中国宏观要看“银行的资产负债表”“信贷意愿”“监管政策”;
4. **信用周期特征明显**: 很多时候不是利率变了, 而是信用开口变了, 社融增速上来了, 非标又活跃了, 这就意味着“信用在扩张”, 经济和资产就会有所表现。

因此, 中国的宏观分析要重点盯住几条线:

- 财政端: 预算赤字、专项债、基建项目落地;
- 货币端: 央行的公开市场、MLF、降准、降息节奏;

- 信用端：社融总量、结构（企业中长贷 vs 票据）、房地产融资政策；
- 行政端：地产调控、平台公司融资、产业政策等。

一句话概括：

中国的宏观周期，更接近于“信用—投资—房地产—财政”这一组变量的周期，而不仅仅是利率的周期。

1.5 宏观数据与核心指标体系

数据是宏观研究的“感官系统”。没有数据，就像摸黑行走；只有数据、没有框架，又像是“只见树木、不见森林”。

1.5.1 增长指标（生产 + 需求）

生产端：

- 工业增加值：反映工业部门的生产情况，是观察制造业景气的重要指标；
- PMI（制造业/非制造业/综合）：是高频、能反映预期的指标，50 为荣枯线；
- 发电量、货运量等实物量指标：有时能在统计数据失真时作为交叉验证。

需求端：

- 固定资产投资：分为制造业投资、基建投资、房地产投资三个部分，要分别来看；
- 社会消费品零售总额：要关注实物消费与服务消费的结构变化；
- 出口：在外需主导阶段尤其重要，要看数量和价格因素。

1.5.2 通胀指标

- CPI：居民消费价格指数，观察居民生活成本与消费需求是否过热；
- PPI：生产者价格指数，反映上游成本压力，是企业利润的重要影响变量；
- 核心 CPI：剔除食品和能源后的通胀，更能反映内需和工资推动的通胀。

在研究通胀时，要特别注意“传导不完全”现象：PPI 上涨未必完全传导到 CPI，中间会被企业利润率、流通环节、竞争程度等因素所吸收。

1.5.3 金融与流动性指标

- M2 与社融：M2 是“钱有多少”，社融是“钱有没有被借出去”，两者背离时要特别关注；
- 利率曲线：正常情况下长端利率应高于短端，若出现倒挂，往往意味着市场预期未来经济走弱；
- 信用利差：低评级债券与高评级债券的利差，是风险偏好的温度计；
- 资金价格（DR007、Shibor）：观察短期流动性是否充裕。

1.5.4 数据使用的若干提示

- 不要迷信单月数据，要看移动平均和环比、同比同时看；
- 不要只看“同比高/低”，要结合基数来判断真实增速；
- 不要只看全国总量，要看结构和地区分布；
- 不要只看结果，要看是否与政策节奏匹配，比如专项债发行高峰往往带动当月基建投资。

1.6 宏观研究与资产配置的桥梁

这是很多宏观研究员“差最后一公里”的地方：宏观判断很清楚，但不能转化为可执行的资产观点。要完成这一步，需要两个条件：

1. 知道不同宏观变量主要是通过什么渠道影响资产价格；
2. 知道不同资产对这些变量的敏感度不同。

1.6.1 流动性—风险偏好链条

这是最常见也最直观的一条链：

货币宽松 → 银行间市场资金宽裕 → 利率下行 → 资产折现率下降/融资成本下降 → 风险资产价格上涨

反之亦然。

在这个链条中，宏观分析要回答的问题是：

- 央行为什么要宽松/收紧（对应宏观和政策层）；
- 流动性能否顺利传导到实体（中国要看信用能否扩张）；
- 市场是否已经提前交易了这种预期（对应金融层和资产层）。

1.6.2 资产类别对宏观变量的敏感度

| 宏观变量 | 债券 | 股票 | 商品 | 黄金 |
|------|---|---|--|--|
| 经济增长 | 增长强则 利率上行、 债券承压； 增长弱则 利率下行、 债券走强 | 增长强时盈 利改善、估 值可提升； 增长弱时看 政策托底与 盈利韧性 | 增长强时需 求旺盛、工 业品上涨； 增长弱时需 求不足、价 格承压 | 增长弱时有 一定避险资 金流入 |
| 通胀 | 通胀上行 往往推高 名义利率、 压制债券 价格 | 温和通胀有 利于企业提 价和盈利； 高通胀侵蚀 估值 | 通胀上行往 往直接利多 商品，尤其 是能源、金 属、农产品 | 通胀上行 + 不确定性上 升时，黄金 具备对冲属 性 |
| 流动性 | 宽流动性利 好利率 债与信用 债 | 宽流动性利 好估值段的 扩张，成长 股、科技股 往往受益 | 流动性对商 品更多是交 易层面影 响，基本面 仍看供需 | 宽流动性 + 避险预期 下，黄金也 会受到追捧 |
| 政策预期 | 直接影响 收益率曲 线形态与 交易方向 | 通过影响盈 利预期、估 值水平以及 行业政策而 产生结构性 影响 | 通过影响实 际需求（基 建、地产）和 成本而影响 价格 | 通过影响美 元和实际利 率而影响黄 金价格 |

结论：宏观变量变化不是“普遍利好/利空全部资产”，而是“重排了资产的相对收益顺序”。宏观研究的任务就是给出这种“排序逻辑”。

1.6.3 从宏观到行业的再细化

有时资产配置不只是“股/债/商品”三级，而是要细到行业、主题、风格。宏观判断仍然有用，例如：

- 宽信用 + 稳增长 → 基建链、周期品、银行；
- 需求走弱 + 政策呵护 → 公用事业、消费、医药防御；
- 通胀上行 → 资源品、油气、上游材料；
- 利率下行 → 高股息资产、长周期成长股。

1.7 案例：2020–2022 中国宏观周期回顾（详版）

这一段时间是中国宏观政策“急转弯”最密集的几年，也是观察“信用周期—资产轮动”最好的样本。

1.7.1 2020：疫情冲击下的极宽松组合

- **背景：**疫情初期供需同时被压制，增长急剧下滑；
- **政策：**货币、财政、监管全面宽松，社融大幅上行，专项债加速发行；
- **金融条件：**资金面极度宽裕，利率下行；
- **资产表现：**利率债—信用债—股票依次受益，特别是“流动性驱动 + 盈利预期修复”的品种表现抢眼。

1.7.2 2021：信用扩张 → 边际收紧

- 上半年仍在前期宽信用的惯性下运行，实体融资需求旺盛，出口景气，股市和商品都有较好表现；
- 随着房地产被认定为高风险领域，监管趋严，平台融资收紧，信用增速开始回落；
- 市场开始交易“信用见顶”“政策不会再更松”的预期，部分高估值品种回调。

1.7.3 2022：疫情反复 → 再次宽松

- 需求端承压，消费和服务业恢复不顺利；
- 政策再次强调稳增长，货币保持宽松，结构性工具加多；
- 债券市场再次走强，权益市场呈结构性分化。

启示：

1. 中国宏观的节奏高度依赖信用的开合；
2. 信用扩张的资产往往是“先流动性、后盈利”；
3. 要特别关注政策的边际变化点，而不是绝对水平；
4. 宏观判断要配合高频数据做验证，比如社融、贷款结构、地产销售。

1.8 小结与启示

- 宏观研究的核心是建立因果结构，而非收集碎片化数据；
- 宏观框架要包含总量—政策—部门—金融—资产五个层级，研究员要在层级之间来回穿梭；
- 周期是宏观研究的底层节奏，政策是周期的放大器；
- 中国宏观要特别关注信用与财政的节奏，因为这是传导到实体和资产的关键环节；
- 宏观的终点不是“看懂经济”，而是“把经济看懂之后知道买什么、什么时候买、买多久”；
- 研究员要养成“看到一个数据就能往后推三步”的能力，这就是从宏观逻辑推演资产价格的能力。

思维导图（逻辑链条）：

经济周期（增长/通胀） → 政策取向（宽/紧，财政/货币） →
流动性与信用（资金成本、信用利差） →
风险偏好（估值、风格、行业） → 资产价格（股/债/汇/商品的相对表现）

第2章

货币政策与利率市场分析框架

摘要：本章系统讲解中央银行的政策目标、操作机制与利率市场的结构逻辑。重点说明货币政策如何在不同目标之间权衡，如何通过数量型与价格型工具影响银行体系的资金价格与信用投放，以及这一过程如何进一步传导到债券、股票、外汇、商品等资产价格之中。在此基础上，本章还将引入中性利率、政策传导阻塞、收益率曲线分解、期限溢价等分析工具，并以近年中美主要货币政策阶段为案例，帮助读者形成“货币—流动性—利率—资产”这一可复盘、可迁移的研究链条。通过本章的学习，读者应能够：

1. 从目标层、工具层与传导层三个维度理解货币政策的整体体系；
2. 使用一套标准化指标判断央行当前的政策取向与未来的可能路径；
3. 从利率分层结构读出市场对流动性、风险与增长的不同预期；
4. 运用收益率曲线与久期，对利率类资产进行宏观视角的敏感性评估；
5. 在全球视角下识别主要央行的政策节奏，理解其对跨境资本和汇率的影响；
6. 将宏观货币判断转化为可执行的资产配置建议。

2.1 货币政策的核心目标与体系

2.1.1 货币政策为什么是宏观调控的核心

在所有宏观工具中，货币政策之所以最常被讨论，原因主要有三：

1. **作用面广：**资金价格是经济活动的通用“润滑剂”，利率变化几乎能传导到所有部门；
2. **调整频率高：**相比财政政策、产业政策，货币政策可高频、小步、可逆；
3. **信号意义强：**央行的操作往往被市场视为对经济形势的权威判断，从而产生预期放大效应。

因此，研究货币政策不只是看“央行做了什么”，更要看“央行做这件事是基于怎样的宏观判断”。

2.1.2 双目标与多目标的差别

以美国为代表的成熟市场央行，目标相对纯粹：

- 若通胀高于目标，就收紧；
- 若就业不充分，就宽松；
- 若两者矛盾，就衡量通胀和就业的偏离程度，看哪一个更紧迫。

而以中国为代表的新兴大经济体，因为经济转型、金融深化、汇率管理、地方债务、房地产、就业等问题同时存在，央行要处理的目标就会并行：

- 既要稳增长，防止过快下行；
- 又要稳物价，防止输入性通胀或结构性通胀；
- 还要稳汇率，避免大起大落扰乱预期；
- 更要防风险，避免资金过度流向房地产和影子银行。

这就导致中国的货币政策往往呈现“总量有节制、结构更灵活”的特征。

2.1.3 中性利率的概念与意义

判断货币政策是宽还是紧，不能只看名义利率高低，还要看其与**中性利率**的关系。中性利率是指这样一个利率水平：在这一水平上，经济既不会被货币环境刻意刺激，也不会被压制，可以以潜在增长率运行。

可以简化理解为：

$$\text{政策利率} \begin{cases} > \text{中性利率} & \text{偏紧} \\ = \text{中性利率} & \text{中性} \\ < \text{中性利率} & \text{偏松} \end{cases}$$

中性利率本身不是常数，它会随潜在增速、人口结构、国际资金成本、风险偏好、金融发展水平而变化：

- 当一国潜在增速下降时，中性利率也会下降（经济不需要那么高的利率来防止过热）；
- 当全球进入“低利率时代”时，本国的中性利率也会受到拉低；
- 当金融体系更市场化、更开放时，资本的边际成本更低，中性利率也偏低。

研究员在判断央行空间时，往往需要先对中性利率做一个“区间判断”，比如当前政策利率高于中性利率 0.5—1 个百分点，说明仍有一定下调空间。

2.1.4 政策取向的识别路径

为了让“看政策”变成一套可重复的流程，可以把识别路径写成四步：

1. **看主矛盾**：央行此刻最想解决的问题是增长、通胀、汇率，还是金融风险；
2. **看约束**：在解决主矛盾的同时，会不会触碰其他红线，如外汇、地产、金融稳定；
3. **看工具**：是更适合用总量工具，还是定向工具，还是价格工具；
4. **看节奏**：是一揽子、一次性，还是“多次、小步、可回看”的渐进式。

这样做的好处是，不用等政策落地就能提前预判央行“可能这样做，而不是那样做”。

2.1.5 泰勒规则的应用边界

泰勒规则是研究员的标尺，但并非约束央行的法律。要注意几点：

- 新兴市场很少严格按泰勒规则，因为目标多、工具杂；
- 危机或疫情时期，央行会主动“偏离规则”，用极宽松来对冲极端冲击；
- 即使在美国，泰勒规则也只是评估工具，真正的利率路径还要看金融稳定、资产价格、国际因素等。

2.2 货币政策操作工具与传导机制

2.2.1 基础货币与央行资产负债表

央行的每一次操作，最终都会反映在资产负债表上：买入资产（如国债、票据、外汇）就会投放基础货币；卖出资产或对冲操作就会回笼流动性。因此，观察央行资产负债表（尤其是基础货币、对金融机构的债权、外汇占款的变化）可以帮助我们判断央行是在主动扩表还是被动收缩。

在全球量化宽松阶段（QE），央行通过大规模购买长期资产，直接压低长期利率；在量化紧缩（QT）阶段，则通过缩表回收流动性，推高无风险利率并挤出风险资产。

2.2.2 主要操作工具的应用场景说明

公开市场操作（OMO） 适用于日常流动性管理，用来对冲财政缴款、税期高峰、节假日前后的流动性扰动。研究员可通过观察公开市场“净投放/净回笼”规模、操作期限、利率中标水平，来判断央行对短期资金面的态度。

MLF 与 LPR 的联动 MLF 是央行向银行提供中期基础货币的工具，其利率往往是 LPR 报价的重要参考。若 MLF 利率下调，则 LPR 下调的概率就会很大。因此，想判断贷款端融资成本能否下行，要先看 MLF 的变动。

降准的信号意义 降准不仅仅是放水，它往往有三个含义：

1. 向市场释放宽松信号；
2. 降低银行资金成本，帮助其更好支持实体；
3. 在外部流动性偏紧或财政支出集中时，腾挪银行体系的准备金空间。

2.2.3 货币传导中的阻塞问题

现实中常见两个阻塞场景：

- **资产端阻塞：**银行有钱，但找不到愿意承贷、资质良好的客户，此时会出现票据融资冲高、同业资产扩张、资金在银行间打转等现象；
- **负债端阻塞：**银行负债成本刚性较强（如存款竞争激烈），即使央行降准或降息，也难以大幅压降对公和对私贷款利率，传导打折。

研究员需要通过以下信号判断是否存在阻塞：

- 社融总量回落但 M2 维持高增——钱没出去；
- 企业中长期贷款低迷、票据融资高企——实体不敢扩张；
- 信用利差拉大——市场不愿意为低等级信用买单。

2.2.4 数量与价格的搭配逻辑

可以用一句话概括中国货币政策的风格：

“用数量保证方向，用价格控制节奏，用结构工具解决堵点。”

也就是说：

- 数量工具（降准、再贷款）用来表态、托底；
- 价格工具（MLF、LPR）用来细调、引导预期；
- 结构工具（支小支农、保障房、绿色金融）用来确保宽松真正落到政策想扶持的领域。

2.3 利率市场的结构与传导逻辑

2.3.1 从“一个利率”到“多个利率”

很多初学者会把“利率”理解成一个数，但在现代金融体系中，利率是一个体系：

- 有政策设定的利率；
- 有银行之间拆借的利率；
- 有银行向企业和居民收取的贷款利率；
- 有债券市场根据期限、信用、流动性差异形成的利率。

只有在最上端的利率发生变化时，下层利率才会逐步跟进；若某一层传导出了问题，就会出现利率体系“扭曲”的现象。

2.3.2 资金价格与资金数量的交叉验证

观察流动性不能只看利率，也不能只看量，要量价同看：

- 若资金量投放很多但利率仍偏高，说明投放没有到达最需要的地方，可能是机构之间结构错配；
- 若资金量平稳但利率突然上行，说明短期内有人在大量需求资金，往往与缴税、缴准、发债高峰等时点性因素有关；
- 若量和价都宽，说明是真宽松。

2.3.3 利率与信用的关系

利率是价格，信用是对谁发钱。很多时候央行能把价格降下来，但发钱的人（银行）仍然不愿意把钱给风险敞口大的企业，就会形成“低利率 + 弱信用”的局面。此时，单纯看利率会误判“已经宽松”，但市场真正感受到的融资环境仍然偏紧。

2.4 收益率曲线与久期分析

2.4.1 收益率曲线的分解思路

一条收益率曲线，可以粗略分解为两部分：

- **预期成分：**市场对未来短端利率路径、通胀路径、增长路径的综合预期；
- **期限溢价成分：**投资者为了持有久期更长、流动性更差、价格波动更大的资产而要求的额外补偿。

因此，当我们看到长端利率上升时，要判断是“预期的利率上升了”，还是“期限溢价上升了”。前者更多是对经济向好或政策收紧的反映，后者则可能与供给冲击、久期偏好、负债结构变化等因素有关。

2.4.2 曲线形态与货币周期的对应

可以建立一个粗略对照：

- 货币宽松初期：短端下行快于长端，曲线陡峭；
- 货币逐步收敛：短端上行、长端因对未来增长担忧而不跟，曲线趋平；
- 加息后期或经济下行前：短端高企、长端不动甚至下行，曲线倒挂；
- 宽松预期再起：短端开始下行、长端视经济确定性决定下行幅度，曲线再度调整。

2.4.3 久期管理的策略含义

久期不仅是一个数学变量，它是一个策略变量。

- 在“已确认进入宽松周期”但宽松尚未完全 price-in 时，应拉长期；
- 在“宽松到中段、利率已降到历史较低水平”时，应适当落袋、缩短久期；
- 在“政策不确定、通胀有扰动”时，应以中短期对冲不确定性；
- 对于信用债，还要考虑利差的压缩或走阔，不能只看利率久期。

2.4.4 期限利差与信用利差的配合使用

期限利差看的是时间结构，信用利差看的是信用结构。常见的组合解读包括：

- 期限利差收窄 + 信用利差走阔：经济下行且风险厌恶上升；
- 期限利差走阔 + 信用利差收窄：经济改善且风险偏好提升；
- 期限利差平坦 + 信用利差平稳：市场在等待更明确信号，适合做期限或信用的相对价值。

2.5 全球视角：主要央行对比分析

2.5.1 政策目标与工具的内在一致性

各大央行的工具看似不同，但可以用一句话概括其共性：

都是在用不同的资产负债表操作，把短端利率锚定在目标附近，同时用买卖长期资产、沟通预期和宏观审慎配套，去影响更广泛的金融条件。

2.5.2 政策时滞与跨国传导

全球化背景下，一个大央行的收紧会通过三个渠道影响其他经济体：

1. **利差渠道**：本国利率高于他国，资本回流本国，他国承压；
2. **汇率渠道**：本国升值、他国贬值，引发进口型通胀或资本外流；
3. **资产价格渠道**：全球风险资产估值同时受压，融资条件趋紧。

这就是为什么很多新兴市场要“被动跟随”美联储的加息，否则就会出现利差过窄、汇率承压的问题。

2.5.3 案例提示（可在课堂展开）

案例一：美联储加息 + 缩表阶段 政策组合使美元流动性收紧，全球无风险利率上移，美元指数走强，新兴市场出现资本外流压力；风险资产估值下调，长期利率对增长预期的敏感度下降。

案例二：中国宽货币但外部偏紧 内部需要稳增长，央行投放中长期流动性，引导 LPR 下行；但由于中美利差收窄和汇率压力，总量工具力度受限，因此更多采用结构性工具和窗口指导，形成“总量稳、结构松”的局面。

2.6 货币政策与资产价格的传导

2.6.1 从流动性到估值的两级跳

资产价格的形成，粗略来说有两根支柱：

- 一是盈利或现金流（分母的上面）；
- 二是折现率或风险溢价（分母）。

货币政策主要影响的是第二部分——通过降低无风险利率、压缩信用利差、提升风险偏好，来推升资产的估值水平。若同时伴随经济改善、盈利上行，则价格推动会更强。

2.6.2 不同资产的敏感度差异

- **利率债**：对政策与流动性最敏感，是货币宽松的第一受益资产；
- **高等级信用债**：在流动性宽松且信用风险可控时，利差有望收窄，收益来源于“利率 + 利差”双重下行；
- **股票**：需要分估值驱动与盈利驱动两种行情，货币政策更多驱动估值；

- **商品**: 若宽松能落实到需求, 商品受益; 若宽松只在金融层面打转, 则商品弹性有限;
- **黄金**: 看实际利率和美元, 宽松 + 实际利率下行往往利多黄金。

2.6.3 货币政策预期的交易

市场并不是等政策落地才定价, 而是交易“下一步会怎样”。因此研究员要跟踪的, 不只是已经公布的政策, 还要跟踪:

- 央行例会、纪要、行长讲话中的措辞变化;
- 通胀与就业数据是否触发政策反应函数;
- 政府工作报告、财政节奏是否需要货币配合;
- 市场对政策路径的隐含定价(如利率互换曲线)。

2.7 小结与启示

- 货币政策可以被拆成“目标—工具—传导—结果”四段式来分析, 方便在不同国家和时期之间做比较;
- 判断货币政策不能只看名义利率, 要结合通胀、产出缺口和中性利率来判断实际松紧度;
- 在中国的制度框架下, 数量工具、价格工具与结构性工具是同时使用的, 要综合观察;
- 利率市场是分层的, 央行主要控制短端和中枢, 长端更多体现市场对增长和通胀的判断;
- 收益率曲线和久期为利率类资产提供了最重要的宏观视角, 是“利率—价格”转换的桥梁;
- 全球主要央行的节奏差异, 会通过利差和汇率渠道约束本国货币政策空间;
- 最终, 所有这些分析都是为了把宏观的判断, 落到“什么时候长周期、什么时候短周期、什么时候持有信用、什么时候防守流动性”这些可执行的投资动作上。

央行目标与取向 → 政策工具选择 → 银行间与信用市场流动性 → 利率曲线形态与期限利差 →
风险偏好与资产估值 → 资产价格表现与配置建议

第3章

信用市场与信用风险分析框架

摘要：信用市场是连接宏观经济与金融体系的中枢环节，它承接了“货币政策—银行体系—实体经济”这条传导链条的中段，既能反映经济景气强弱，又能将宏观政策意图转化为微观融资条件。本章从信用扩张机制、信用周期识别、信用利差定价、违约与风险评估、以及中国特有的制度性信用结构五个维度展开，说明信用市场为什么在中国具有比成熟市场更高的解释力，以及为什么“看信用”往往比“看货币总量”更能把握资产价格的节奏。本章还将以城投债、房地产债和典型违约事件为例，说明在“去隐性担保化、去杠杆化、强监管化”的背景下，如何重建信用研究框架。

3.1 信用市场在宏观体系中的作用

3.1.1 信用的宏观位置

在宏观体系中，信用位于“政策”与“资产”之间，是一个放大器。货币政策可以决定银行体系有没有钱，但信用市场决定这些钱能不能、愿不愿进入实体经济。如果信用传导顺畅，宽货币就能转化为宽信用，投资、消费、基建、房地产等部门的资金约束缓解，经济数据很快会有表现；如果信用传导受阻，宽货币就会停留在金融体系内部，形成“资产价格上涨—实体经济未明显改善”的现象。

可以将其简化为：

货币条件 $\xrightarrow{\text{信用传导}}$ 实体融资条件 $\xrightarrow{\text{总需求变化}}$ 经济与资产价格

3.1.2 信用的本质与构成

信用本质上是“把未来变成现在”。一个主体（企业、地方政府平台、居民）预期未来能够产生现金流，于是现在就勇于负债，承担未来的偿付义务；金融体系相信这种预期，就把资金提供给它。因此，可以说：

信用 = 信心 + 货币。

货币是“能力”，信心是“意愿”。只有能力和意愿同时存在，信用才会扩张。

信用还包含三个维度：

- **主体信用**：谁来借——政府、平台、地产、制造业、居民；
- **工具信用**：通过什么借——贷款、债券、非标、票据；
- **担保信用**：谁在兜底——企业自身现金流、母公司、地方财政、隐性担保。

中国信用市场的特殊之处正在于第三个维度——担保信用的制度性存在，使得很多资产的风险定价并不是纯市场化的。

3.1.3 信用的三重作用

- **融资作用**：信用扩张意味着企业和政府能获得更多资金做投资、基建、并购、土地开发，是经济上行阶段的核心燃料；
- **财富作用**：信用扩张会推高资产价格（地产、股市、部分大宗），形成“资产—信用—资产”的正反馈；
- **政策作用**：信用的快涨或快跌，会倒逼货币和监管政策做逆周期调节，成为判断政策拐点的重要线索。

因此，信用市场不是一个“债券子市场”，而是一块宏观中枢区域：它告诉我们资金在不在路上、到了哪一层、流向了哪类主体。

3.2 信用扩张机制与信用周期

3.2.1 信用创造的基础逻辑

在以银行为主导的金融体系中，信用创造的典型路径可以写为：

央行投放基础货币 → 银行负债端扩张（存款、同业）→ 银行资产端扩张（贷款、债券、非标）→ 信用创造

其中有三个关键变量需要盯住：

1. **银行的风险偏好**：愿不愿放、往哪放；
2. **融资主体的负债意愿**：敢不敢借、能借多久、有什么抵押；
3. **监管与政策框架**：当前是“鼓励信用扩张”还是“抑制影子化、去杠杆”。

这三者若都向上，就会出现“信用脉冲”；若其中一个被压制，就会出现“货币宽、信用不宽”。

3.2.2 信用周期的四阶段描述（细化版）

| 阶段 | 宏观与政策特征 | 信用市场特征 | 典型资产表现 |
|-----|--|--|--|
| 扩张期 | 经济处于复苏初期或政策主动稳增长；财政、货币同向发力；监管边际放松 | 银行信贷投放积极，社融明显回升，非标回暖，信用利差快速收窄，高收益债发行恢复 | 股票和信用债共同走强，民企、平台等前期被压制的信用主体率先修复 |
| 过热期 | 宏观数据持续超预期，地产、基建、出口等多点发力，通胀或资产泡沫苗头出现 | 信用总量仍然高位，但监管开始窗口指导；低资质主体仍能发债，但票息高；利差低位徘徊 | 高息债活跃、城投久期拉长、部分主题债被追捧，估值偏紧 |
| 收缩期 | 去杠杆、地产收紧、金融强监管；宏观数据边际走弱；政策口径“以我为主 + 防风险” | 信贷额度收紧、非标压降、社融回落；低评级债难发、利差走阔；部分主体出现再融资难 | 信用债分化，高等级品种抗跌，低等级和弱担保品种价格快速调整，利率债因避险走强 |
| 修复期 | 前期风险暴露已定价，政策转向托底；财政加码或货币边际宽松；重点领域获定向支持 | 信用恢复呈“自上而下”路径：先高等级、再城投和核心平台、最后才是民企弱资质；利差缓慢回落 | 高等级信用债先修复，利率债维持高位，权益市场视盈利和政策修复节奏而定 |

这一套描述的重点有两点：

1. 信用周期并不等同于经济周期，但往往对经济具有领先性，尤其是在中国这种以投资驱动、以银行融资为主的结构下；
2. 信用周期对资产价格的影响是“结构化”的：收缩阶段不是所有债券都跌，而是低等级跌得多、高等级甚至受益。

3.2.3 信用脉冲指标的应用

信用脉冲常见的计算方式是看“新增社融/GDP”的变化，或者更简化地看“社融同比的环比变化”。它的意义在于告诉我们：**信用是在加速注入经济，还是在减速？**

经验上：

- 信用脉冲向上（尤其是连续两三个月回升）→ 后续3—6个月投资和工业生产数据常常会改善；
- 信用脉冲见顶回落→ 房地产、地方基建、周期性行业常常率先感受到压力；
- 信用脉冲为负且持续时间较长→ 需要警惕经济下行与企业现金流恶化带来的违约。

3.2.4 银行资产负债表与信用周期

判断信用扩张不能只看社融的结果，还要看银行的资产负债表是否支持：

- 资产端：贷款、债券、同业资产有没有扩张；
- 负债端：存款、同业负债有没有压力；
- 资本端：资本充足率是否足以支持加杠杆；
- 监管端：是否有“压表”或“突击放款”现象。

若银行自身受制于资本约束或不良压力，即使央行宽松，也不一定出现信用扩张。

3.3 信用利差与风险定价

3.3.1 信用利差的核心含义

信用利差是研究信用市场的“温度计”。它把市场对“这笔钱借给你安全吗”“我需要多大补偿”这两层意思都浓缩进一个数字里。标准定义为：

$$Spread = Y_{\text{credit}} - Y_{\text{gov}}$$

其中 Y_{credit} 为同期限信用债收益率， Y_{gov} 为同期限国债或政策性金融债收益率。

3.3.2 信用利差的三重构成再拆解

$$\text{信用利差} = \underbrace{\text{预期违约损失补偿}}_{\text{PD \& LGD}} + \underbrace{\text{流动性溢价}}_{\text{交易与持有成本}} + \underbrace{\text{风险厌恶溢价}}_{\text{情绪与风险偏好}}$$

可进一步说明：

- **预期违约损失补偿** = 违约概率 (PD) × 违约损失率 (LGD)，主体基本面越差、行业风险越大、担保越弱，这一项越高；
- **流动性溢价**受发行人知名度、债券规模、二级市场活跃度、是否被纳入主要指数等影响；
- **风险厌恶溢价**则更多是宏观层面的：一旦发生大范围违约或市场情绪骤变，即使主体基本面没变，利差也会整体上行。

3.3.3 利差曲线与分层定价

在中国，信用利差往往体现出明显的分层结构：

- **第一层：**中央企业、核心金融机构、发改委条线的重点平台，利差长期处于低位；
- **第二层：**东部沿海财政较强的省市城投、核心省属平台，利差随监管与城投治理节奏波动；
- **第三层：**中西部财政实力一般、土储依赖度高、存在隐藏债务处置压力的城投平台，利差对政策与市场情绪敏感；
- **第四层：**民营房企、弱资质制造业、产能过剩行业企业，利差明显高、阶段性断档。

观察这一分层是否在拉大，是判断“信用正在变紧”的一个快速办法。

3.3.4 利差与宏观环境的联动

- 当宏观经济改善、政策宽松、流动性充裕 → 投资者风险偏好上升 → 利差收窄；
- 当宏观下行、政策收紧或监管趋严 → 融资主体盈利能力与现金流承压 → 市场要求更高的违约补偿 → 利差走阔；
- 当发生“打破刚兑”或典型违约事件 → 风险厌恶溢价短期快速走高 → 利差陡然抬升。

3.3.5 高收益债与中高等级债的分化

中国的高收益债主要集中在民营房企、部分中小城投和特定周期行业，其利差波动远大于中高等级债。在信用收缩阶段，往往是高收益债先出问题，高等级债还相对稳定；待风险完全显性化后，高等级债再缓慢修复。

因此，利差的“尾部变化”常常是风险预警信号：当最弱层级的利差突然走阔，要警惕向上传导。

3.4 违约风险与信用风险评估体系

3.4.1 违约风险的来源与传导

违约从来不是“突然发生”的，它有一个由内及外、由点到面的传导过程：

1. **经营层面：**主营业务盈利能力下降，毛利率被压缩，存货周转变慢；
2. **财务层面：**短债长投、融资成本上升、再融资受阻、银行额度压缩；
3. **资产负债匹配层面：**资产多为长期、收益低，负债多为短期、成本高，形成错配；

4. **外部冲击层面**: 政策收紧、行业降温、疫情等使得现金流突然断档;
5. **系统性阶段**: 市场整体风险偏好下降，一切不完美资产都被要求支付更高溢价。

3.4.2 定量分析的关键指标解释

- **EBITDA/利息支出**: 覆盖倍数低于 1 说明当期经营性利润不足以覆盖利息，需要靠再融资或资产处置;
- **资产负债率、净负债率**: 高负债 + 低盈利的组合是违约高发组合;
- **短期债务/货币资金**: 衡量短期偿债压力，若高于 1 且可动用资金质量不高，则需重点跟踪;
- **经营性现金流/总债务**: 反映“靠经营还债”的能力，若长期低于 10%，则债务滚续风险较大;
- **有息负债期限结构**: 集中在 1 年内到期的越多，对市场情绪越敏感。

3.4.3 定性分析的补强点

由于中国信用市场存在制度性色彩，纯粹的量化指标往往不够，需要叠加定性判断：

- **股东与最终控制人背景**: 央企、省属、地市级平台、民营之间有本质差异;
- **所在地区财政与政策态度**: 同样的财务指标，在财政宽裕地区和财政紧张地区含义不同;
- **行业监管与政策导向**: 如地产“三道红线”、平台“非标压降”，都会突然改变一个行业的融资结构;
- **历史违约与重组经验**: 有过平稳展期经验的地区/平台，市场对其容忍度更高。

3.4.4 评级的使用注意事项

中国本土评级体系存在两大特征：

1. **整体评级偏高**: AAA、AA 级别主体占比远高于成熟市场;
2. **分化不足**: 很多主体获得相似评级，但利差和市场成交体现出明显差异。

因此，评级只能作为“起步信息”，不能作为“终局判断”。必须结合：

- 二级市场利差（市场真实要价）;
- 交易活跃度（能不能卖出去）;
- 所在省市的风险偏好（有没有出过事）。

3.4.5 违约的几种典型处置路径

违约之后的风险敞口大小，取决于处置路径：

- **展期/续作**：金融机构与发行人协商延长兑付时间，短期价格受压，长期看资金能否恢复；
- **和解/减记**：按一定比例兑付或置换，投资者产生实际损失；
- **重组**：引入新的资产和股权，延长期限、降低票息；
- **司法程序**：耗时较长，回收率受资产质量与抵质押安排影响。

研究员需要建立一个“违约后回收率假设”，这会直接影响到对当前利差是否合理的判断。

3.5 中国信用市场的特殊结构

3.5.1 城投债的制度性地位

城投债之所以重要，是因为它同时具有三个身份：

1. **地方政府的融资替身**：很多不能在预算内做的支出，通过平台做；
2. **银行和机构的标准化资产配置**：规模大、久期长、票息稳定；
3. **政策调节的抓手**：一旦经济要稳增长，城投项目会是最快能落地的。

分析城投不能只看企业报表，还要看“城 + 投”两个层面：

- “城”——地区的财政收入、税源结构、土地出让收入、政府债务率；
- “投”——平台自身项目的现金流能力、在地方政府体系中的地位、是否承担公益性项目。

3.5.2 城投风险的识别点

- **区域差异**：东部沿海财政实力强、产业基础好，平台信用整体更稳；中西部、资源型城市、人口净流出的地级市，需要更谨慎；
- **项目属性**：纯公益项目现金流弱，更依赖财政；类商业项目要看出租率、售卖能力；
- **债务结构**：短债比例高、非标占比高的城投更脆弱；
- **政策节奏**：隐性债务整顿、非标压降、地方融资“白名单”都会改变城投的信用供给。

3.5.3 房地产债的信用特征

房地产债是过去几年中国信用风险集中暴露的板块，其核心问题是：

1. 高周转、高杠杆模式一旦遭遇销售下行，就会迅速暴露资金链风险；
2. 融资“三道红线”、预售资金监管等政策收紧之后，民企房企的再融资渠道急剧收窄；
3. 行业高度分化，国央企、强省城投涉房平台、头部民营的风险完全不同。

分析地产信用要重点看三条线：

- **销售线**：销售额、回款周期、城市能级结构；
- **资金线**：预售监管资金、表内贷款、表外信托、美元债；
- **资产线**：土储质量、在建项目进度、可售资源价值。

任何一条线急剧恶化，都会传导到债券价格上。

3.5.4 隐性担保的淡化与信用分层

过去市场普遍认为“国企不违约、城投不违约、地方不会让平台出事”，这就是隐性担保。但随着财政约束收紧、金融去杠杆、监管去刚兑，隐性担保开始淡化，市场开始真正区分主体：

- 强财政背书 + 核心平台 → 仍享受低利差；
- 普通平台 → 利差需要补偿；
- 边缘平台或跨区域平台 → 需要高票息才能发出去；
- 民企、弱资质地产 → 利差高、波动大，甚至发不出来。

这一进程意味着：信用分析要从“谁兜底”转向“谁有真实现金流/谁能持续获得政策支持”。

3.6 信用研究的实务框架

3.6.1 顶层到个券的研究路径

可以将信用研究固化为四层：

1. **宏观层**：信用总量（社融、信贷、非标）、信用政策（货币 + 监管）、经济阶段（扩张/收缩）；

2. 行业层：城投、地产、制造、资源、平台等的景气与政策差异；
3. 主体层：财务报表、现金流、股东背景、区域财政、担保结构；
4. 交易层：利差、票息、期限结构、市场容量与流动性。

其中前三层决定“能不能投”，最后一层决定“值不值得现在这个价格去投”。

3.6.2 关键数据与高频信号

| 指标类别 | 说明与用途 | 主要来源 |
|-----------------|-------------------------|-----------|
| 社会融资规模增速 | 衡量信用总量扩张还是收缩，是信用周期的核心指标 | 央行 |
| 社融结构（中长贷、票据、非标） | 判断信用是否真正到实体，是否出现“票据冲量” | 央行/Wind |
| 城投债发行量与中标利率 | 判断地方融资是否受限、市场对平台的风险定价 | 交易所/中债 |
| 中低等级信用利差 | 捕捉市场风险偏好和尾部风险的变化 | 中债/彭博 |
| 违约与展期事件跟踪 | 构建信用事件库，寻找风险集中度与时间分布 | 公告/媒体/交易所 |

3.6.3 信用事件数据库的构建要点

- **信息维度要全：**发行人、地区、行业、债项、期限、担保方式、交易所、评级、主承销商；
- **事件要分类：**实质性违约、技术性违约、展期、置换、回售失败、交叉违约；
- **时间要连续：**便于分析违约是否与宏观/政策/季节性有关；
- **结果要标注：**最终回收率、市场反应时间、是否引发同类主体利差共振。

有了这套库，就可以做很多实用分析：比如“违约多发生在哪个季度”“哪类城投最容易展期”“哪家评级机构的违约后率更高”等。

3.7 案例分析

3.7.1 案例一：永煤违约的信号含义

永煤事件之所以引起市场高度关注，不仅因为它是国企主体的违约，更因为它打击了市场对“国有主体 = 无风险”的预期。事件发生后，市场短期内出现以下特征：

- 同区域、同所有制、同业务的主体利差同时走阔；
- 资金更偏好高等级、短久期资产；
- 信托、非标等表外融资更加困难；
- 部分机构开始重估“隐性担保”的有效性。

这说明：制度性预期一旦被打破，利差的调整会是成片的，而不是个案的。

3.7.2 案例二：2021—2022年房地产债危机

这一阶段的特点是：宏观尚可、货币并不算紧，但地产债却频繁违约。这恰恰说明了“宽货币不等于宽信用”的问题。地产行业受到的不是总量资金约束，而是定向融资约束和销售端现金流骤降的双重打击。市场对此的反应路径大致是：

1. 先抛售弱资质民营房企债；
2. 再对整体民营地产板块提高风险溢价；
3. 再向相关的上下游、同区域平台扩散；
4. 最后等待政策与市场共识重建后再分化修复。

3.7.3 案例三：地方平台的展期与缓释

部分地区的城投平台并未出现“硬违约”，而是采用展期、置换、协调兑付等方式“软着陆”。这类案例的启示是：

- 不能只用“违约/不违约”二元判断信用风险，要看兑付方式；
- 展期本身也意味着主体信用在下行，需要调整其利差定价；
- 若展期常态化，市场会用更高贴现率来定价该区域/该类平台。

3.8 小结与启示

- 信用是宏观运行的加速器，也是风险的聚集器，信用分析必须和货币、财政、监管三者同时看；
- 信用周期往往领先经济周期，是判断资产轮动和风险暴露时点的重要工具；
- 信用利差不仅仅是债券市场的价格，更是市场对违约风险、流动性和制度预期的综合表达；
- 在“去隐性担保化”的过程中，中国信用市场会经历一个从“看背景”到“看现金流”再到“看综合担保结构”的过渡期，信用分层会加剧；

- 信用研究的落脚点是“能不能投、投多少、什么时候投、投什么久期、需要多少利差补偿”这些实操问题，必须把宏观与主体两个维度打通；
- 建议建立高频信用数据与事件库，形成可复盘、可预警的内部模型，以适应信用市场“偶发事件—市场过度反应—政策修复—再分化”的反复循环。

货币与监管环境 → 信用扩张或收缩 → 信用利差与融资成本变化 → 企业/平台现金流状况 →

违约/展期/重组事件 → 市场再定价与信用分层

第4章

混合资产策略与可转债分析

摘要：宏观研究的最终目的，是将宏观逻辑转化为资产配置与交易策略。本章在前文“宏观—政策—流动性—资产”框架基础上，进一步落到可操作层面，系统讲解跨资产配置的理论基础与实践方法：包括为什么不同宏观环境下资产表现差异巨大、如何用“增长—通胀四象限模型”快速定位资产风格、如何用风险平价与久期管理实现组合的稳健化，以及如何理解可转债这种兼具债性与股性的混合资产。同时，本章会结合中国市场的制度环境与投资者结构，说明为什么在一个流动性驱动、政策节奏较强的市场中，可转债能够成为连接股票与债券的高适配度资产，并给出一套可转债的估值与策略化分析框架。通过本章学习，读者应当能够：从宏观周期出发构建多资产组合，识别轮动节奏，选择合适的混合资产工具，并对可转债进行定价与风险控制。

4.1 宏观视角下的资产配置逻辑

4.1.1 资产配置的核心理念

宏观资产配置（Macro Asset Allocation）不是在“挑最好”的资产，而是在“挑当下宏观环境下最合适”的资产。核心思路可以写成三步：

1. 识别经济在哪个阶段（扩张/放缓/衰退/再通胀）与政策在哪个方向（宽/紧/不确定）；
2. 根据宏观阶段与政策方向，判断各类资产的相对收益与风险暴露；
3. 将判断转化为组合的权重、久期、杠杆与对冲安排。

可以简化为：

$$\text{宏观状态变化} \Rightarrow \text{资产预期收益排序变化} \Rightarrow \text{资产权重调整}$$

宏观研究的价值在这里体现得最直接：如果无法判断宏观环境的方向与斜率，就无法构造具有前瞻性的资产组合，只能做“事后调仓”。

4.1.2 大类资产的性质差异

不同资产的收益来源和对宏观变量的敏感度不同，是资产轮动的根本原因。

| 资产类别 | 主要收益来源 | 典型风险特征 | 相对优势阶段 |
|----------|--------------------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| 股票 | 盈利增长 (ROE)、估值扩张 (Risk Premium 下降)、股息 | 对盈利、利率、风险偏好高度敏感；波动率高；回撤可能较大 | 经济扩张、流动性宽松、通胀温和的阶段 |
| 利率债 | 固定票息 + 利率下行带来的资本利得 | 对政策利率、通胀预期、避险情绪敏感；波动低；尾部风险小 | 经济放缓、衰退预期、货币宽松阶段 |
| 信用债 | 利率债基准收益 + 信用利差压缩 | 受信用周期、行业基本面、违约事件影响较大；中等波动 | 信用扩张、政策托底、风险偏好修复阶段 |
| 商品 | 供需缺口、库存周期、通胀预期 | 价格易受全球需求和边缘因素影响；波动高；趋势性强 | 通胀上行、补库周期、政策刺激基建阶段 |
| 黄金 | 实际利率下降、避险需求、美元走势 | 无现金流，主要靠预期；对实际利率和不确定性高度敏感 | 通胀高企、政治/金融不确定性上升、实际利率下行阶段 |
| 外汇 (美元等) | 利差 + 避险 + 资本流动 | 受货币政策分化与国际收支影响；可对冲本币资产 | 本国政策大幅宽松或外部收紧阶段 |

当我们说“资产轮动”时，其实是在说：宏观变量变了，导致上表中“相对优势阶段”的资产发生了排序变化。

4.1.3 资产之间的相关性与分散化

资产配置的一个技术目标，是降低组合的整体波动率。若两类资产收益的相关性低甚至为负，则把它们放在一个组合里能显著降低波动、提高夏普比率。

资产间相关性定义为：

$$\rho_{ij} = \frac{Cov(R_i, R_j)}{\sigma_i \sigma_j}$$

其中 ρ_{ij} 越小，组合分散化效果越好。

但相关性是会随宏观环境变化的：

- 在极端流动性紧张、出现“现金为王”情形时，很多资产会一起跌，相关性上升；
- 在宽松初期，债券和股票可能会一起涨，表现为“股债齐欢”；
- 在滞涨阶段，股票、债券都不占优势，商品/黄金反而成为主线。

因此，要动态看相关性，而不是用一组长期历史相关性做静态配置。

4.2 经济象限模型与资产轮动规律

4.2.1 增长—通胀四象限框架

将宏观状态拆成“增长的方向 (\uparrow/\downarrow)”和“通胀的方向 (\uparrow/\downarrow)”两个维度，可以构造出一个简单、直观、可操作的资产筛选器。该框架的关键不在于绝对水平，而在于“同比/环比的边际方向”。

| 象限 | 经济特征 | 政策环境 | 资产偏好 |
|--------------------------------------|---------------------|--------------------|------------------------|
| I: 增长 \uparrow 通胀 \uparrow | 宏观处于中后段扩张、需求过热、成本上升 | 央行趋向收紧，财政收敛；实际利率上行 | 能源、工业金属、资源股、价值类股票、部分商品 |
| II: 增长 \downarrow 通胀 \uparrow | 需求走弱但成本仍高，典型滞涨场景 | 政策两难：宽松怕通胀、收紧怕衰退 | 黄金、抗通胀债券、农产品、部分防御股 |
| III: 增长 \downarrow 通胀 \downarrow | 总需求不足、失业上升、产能闲置 | 货币宽松、财政托底、信用修复 | 中长期利率债、高等级信用债、黄金 |
| IV: 增长 \uparrow 通胀 \downarrow | 复苏 + 通胀受控的“黄金期” | 货币不急于收紧，财政可配合 | 股票、信用债、可转债、成长与消费 |

这个模型的好处是：当你判断“增长要下来了”，不用马上回答“要买哪个行业”，而是先把资产压进对应象限，再做细化。

4.2.2 象限切换的常见顺序

在很多经济体里，象限不是随机切换的，而是有一定顺序，比如：

IV (复苏) \rightarrow I (过热) \rightarrow II (滞涨) \rightarrow III (衰退) \rightarrow IV

当然现实中会有跳跃，但大致意味着：

- IV \rightarrow I：股票还能涨，但逐步要防通胀与政策收紧；
- I \rightarrow II：风险最大，因为收紧已开始、通胀仍高、增长在下行；
- II \rightarrow III：防御期，利率债表现最好；
- III \rightarrow IV：要敢于加风险资产。

4.2.3 中国宏观象限的特殊性

中国的增长很大程度上受信用与地产周期驱动，通胀往往不是主要约束，更多的约束来自“房地产/地方债/金融风险”这类政策性约束。所以在中国使用象限模型时，可以做两点修正：

1. 在“增长”维度里加入“信用脉冲/社融增速”作为先行变量；
2. 在“通胀”维度旁边单独列出“政策收紧指数”（如地产调控、平台融资、财政节奏）来解释非通胀型收紧。

这样能解释很多“通胀不高但资产承压”的时期。

4.3 风险平价与宏观对冲策略

4.3.1 风险平价的思想

传统的 60/40 组合是假定“股票长期收益高、债券能对冲回撤”，但当利率走到低位或者股债相关性上升时，60/40 的防守能力会下降。风险平价转而问的不是“配多少钱”，而是“配多少风险”。

基本思想：

$$w_i \times \sigma_i \approx \text{常数}$$

也就是给每个资产分配大致相等的风险贡献，而不是资金权重。

低波动资产（例如长期国债）要想贡献同样的风险，就要配更多的资金甚至加杠杆；高波动资产（例如股票、商品）则要降低资金占比。

4.3.2 风险平价的实施要点

1. **准确估计波动率和相关性：**可以用滚动窗口历史波动率，也可以用指数加权移动平均法；
2. **合成低波动资产：**若本国缺少长期国债，可通过利率互换、国债期货实现；
3. **控制杠杆：**风险平价为了让低波动资产“放大”风险，往往要加杠杆，需要配合严格的保证金和流动性管理；
4. **定期再平衡：**宏观环境变了，资产波动率和相关性也变，需要定期重新计算权重。

4.3.3 宏观对冲策略的触发信号

宏观对冲策略的出发点是“宏观变量出现方向性变化”，典型触发信号包括：

- PMI、工业增加值、社融等领先指标连续两个月反转；

- 央行货币政策报告、公开市场操作出现方向性变化；
- 通胀/通缩预期加速上行或下行；
- 外部环境突变（美联储加息、地缘风险、汇率大幅波动）。

当信号出现时，可通过股指期货、利率互换、商品期货、外汇远期等工具进行对冲或方向性布局。

4.4 可转债的双重属性与估值框架

4.4.1 可转债为何重要

在一个宏观与政策节奏都比较强的市场里，投资者经常面临这样一个困境：

- 股市有机会，但估值和波动都高；
- 债市安全，但回报偏低；
- 信用债有票息，但信用事件时有发生。

可转债恰好处于中间：它有一定的债性做下行保护，又能分享股票向上的弹性，是一种“进攻型防御资产”。

4.4.2 可转债的现金流与权利结构

一只标准可转债通常包含以下要素：

- 面值（通常为 100 元）；
- 票面利率（通常逐年递增，但整体利率不高）；
- 转股价格与转股期；
- 发行人赎回条款；
- 投资者回售条款；
- 到期兑付安排。

这些条款共同决定了投资者的收益分布：在股价不动或小幅下跌时，仍有票息 + 到期兑付的债性支撑；股价大涨时可以转换成股权，实现杠杆化上涨。

4.4.3 纯债价值的确定

可转债的底部价值由“若我永远不转股，它至少值多少钱”来决定。设到期还本、每年有票息，贴现率采用同期限发行人信用等级相近的企业债或中票收益率，则：

$$P_{\text{bond}} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Coupon}_t}{(1+r_t)^t} + \frac{\text{Face Value}}{(1+r_n)^n}$$

在中国市场，很多时候市场价格会贴近甚至略高于这个纯债价值，说明大家更看重其“债底”。

4.4.4 转股价值与股性部分

转股价值的核心看两点：当前股价以及转股价格。

$$\text{转股价值} = S_t \times \frac{\text{Face Value}}{\text{Conversion Price}}$$

如果转股价值已经接近甚至高于可转债价格，说明市场主要在定价其股性；如果远低于，则说明主要定价其债性。

4.4.5 溢价率的意义

$$\text{溢价率} = \frac{P_{\text{CB}} - \text{转股价值}}{\text{转股价值}}$$

- 溢价率高：市场为“债性保护 + 期权可能性”付钱，防御型；
- 溢价率低：市场认为标的股有行情，愿意用较少的权利金博股性，进攻型；
- 溢价率过高：即使标的股上涨，可转债的弹性也会被溢价压制；
- 溢价率过低：一旦股价回落，可转债下行空间也会打开。

4.4.6 条款对估值的影响

中国可转债常见的强赎条款、下修条款、回售条款都会改变其期权价值：

- **强赎条款：**发行人可在股价持续高位时强制赎回，等于限制了投资者的上行空间，需要在定价中体现折价；
- **下修条款：**若股价长期低迷，发行人可下调转股价，有利于投资者，有时市场会提前交易这一预期；
- **回售条款：**在一定条件下投资者可以要求公司以面值 + 利息回购，可视作对债性的再强化。

因此，可转债的定价不是一个静态问题，而是一个“条款博弈 + 股价路径”的动态问题。

4.5 可转债投资策略与实务分析

4.5.1 从宏观到可转债的路径

可转债本质上是“股票波动率的函数 + 信用的函数 + 利率的函数”，因此宏观判断可以这样往下推：

- 若判断进入流动性宽松、股市有阶段性行情 → 可转债作为杠杆化股票工具，性价比提升；
- 若判断利率下行但股市不确定 → 债底有支撑，可少量参与；
- 若判断信用风险上升 → 要优先考虑发行人主体信用，避免票息低、质地弱的品种；
- 若判断波动率将上行（事件多、预期差大）→ 可转债的期权价值会提升。

4.5.2 策略类型细化

- **平价博弈型：**找那些转股价值接近 100、溢价不高、标的股有催化（业绩、题材、重组）的品种，博短期弹性；
- **条款套利型：**利用转股价下修预期、强赎预期、到期回售预期做事件驱动；
- **偏债防守型：**在权益市场弱、波动大时，挑选纯债价值高、主体信用不错、溢价率合理的品种做“债性 + 少量股性”；
- **波动率交易型：**在整体市场波动率偏低、但预期将有大事件时，做多可转债，待波动放大后获利；
- **跨市场对冲型：**可转债多头 + 标的股适度空头，锁定债性收益，赚期权错定价。

4.5.3 风险控制重点

1. **发行人信用风险：**可转债不是无风险，若主体信用显著恶化，债性也守不住；
2. **流动性风险：**部分品种成交量小，买入容易卖出难，要控制单券仓位；
3. **条款风险：**强赎触发后若不及时转股，会被按条款赎回，实际收益被锁死；
4. **市场系统性风险：**若整体权益市场大幅下跌，可转债也会下挫，只是幅度较股小。

4.6 跨资产配置的实证与案例视角

4.6.1 轮动的现实样态

历史经验中，常见的顺序是：

1. 政策放松、资金面改善 → 利率债率先上涨；
2. 信用恢复、盈利预期改善 → 股票和信用债走强；
3. 需求扩大、库存下降 → 大宗商品接力；
4. 政策收紧、流动性回收 → 风险资产整体回吐。

可转债通常出现在第二步和第二步向第三步过渡时的窗口——股市有收益但开始分化，直接做股票风险大，可转债则能吃到一部分弹性又相对安全。

4.6.2 与中国市场特征结合

中国市场的三个特点，会让混合资产策略更有用：

- **政策驱动性强：**政策一旦宽松，相关行业股价和可转债弹性都很快体现；
- **投资者结构以机构 + 活跃散户为主：**对条款、事件、风格的交易都比较敏感，给可转债策略提供了博弈空间；
- **行业景气切换速度快：**从地产到科技、从传统基建到新基建，宏观线索下的资产映射变化快，混合类资产的适配性就更好。

4.6.3 组合构建示意

举例：若当前判断处于“增长温和、通胀低位、政策偏宽”的阶段，可构建如下思路：

- 底仓：中长期利率债（对冲下行）；
- 进攻：权益 + 部分高等级信用债；
- 增强：选取标的较优、溢价合理的可转债，作为权益的“缓冲层”；
- 对冲：若担心外部环境或汇率波动，可配置少量黄金或外汇资产。

这样一来，组合的整体回撤会比纯股票小，但在上行阶段能捕捉到较大一部分收益。

4.7 小结与启示

- 宏观资产配置的关键，不是一次性找到“最好”的资产，而是随着宏观象限的变化不断做相对收益的再排序；
- “增长—通胀四象限”可以作为跨资产的第一层筛选工具，再叠加中国特有的信用与政策变量做修正；
- 风险平价是把“低相关 + 波动差异”变成组合稳定性的有效方式，需要配合再平衡和适度杠杆；
- 可转债是把债性安全垫和股性弹性合在一起的工具，特别适合在“宏观有修复、股市有机会但不确定性仍在”的阶段；
- 条款、溢价率、发行人信用是可转债研究必须同时看的三条线，不能只看股性或只看债性；
- 混合资产策略的终极目标，是在宏观周期的不同阶段都能找到可行资产，从而提高组合的穿越周期能力。

宏观阶段识别 → 四象限定位 → 跨资产排序 → 风险平价/久期管理 → 引入可转债做弹性与缓冲

第5章

大宗商品与汇率市场分析框架

摘要：大宗商品与汇率是全球宏观体系的两大核心价格锚：商品价格决定生产成本、企业盈利与通胀走势，汇率决定国际资本流向与一国货币政策的外部空间。它们同时也是全球资金“情绪—避险—通胀—增长”变化的最快反应器。本章在基本的供需—库存—成本传导框架之上，进一步引入商品期限结构、金融化交易、美元周期、汇率决定、资本流动三角等更具操作性的分析工具，并单独拆出黄金这一金融属性最强的品种，说明其与实际利率、美元、地缘风险和资产配置的耦合关系。目标是把“美元—商品—通胀—政策—汇率”这一宏观闭环变成一套可日常跟踪的监测表，把商品与汇率真正嵌入宏观研究与资产配置链条之中。

5.1 大宗商品在宏观研究中的地位

5.1.1 商品的多重属性

大宗商品不是单一属性资产，而是至少四种属性的叠加：

- **生产属性：**作为工业原料、能源、农产品，直接决定上游成本和 PPI 走势；
- **金融属性：**可通过期货、ETF 等工具被金融化，成为对冲通胀和做宏观交易的载体；
- **地缘属性：**油气、金属、粮食都容易受到战争、制裁、航道阻断的冲击；
- **价值储藏/避险属性：**以黄金最典型，在高不确定性时期具备“离岸资产”功能。

理解这四种属性，就能解释为何有时油价与股市同涨（风险资产阶段），有时油价与股市相反（供给冲击阶段），也能解释为何黄金能在“美元走强”的时候仍然上涨（地缘 + 避险占主导）。

5.1.2 商品与经济周期

大宗商品的“需求端”与宏观高度同步，甚至略有领先：

- 复苏与补库存 → 工业金属、能源走强；
- 扩张与过热 → 能源、农产品、化工全线抬升，引发通胀压力；
- 下行与去库存 → 商品价格普跌，PPI 回落，利润修复靠成本下降；
- 极端冲击 → 商品对冲政策（如油储动用、出口限制）频发，价格振幅更大。

因此，对中国这样的“商品消费大国 + 制造出口大国”来说，商品价格往往是判断未来 PPI/CPI 差、利润分配格局、政策取向的重要前置变量。

5.2 大宗商品的供需与库存逻辑

5.2.1 基本供需框架

可以用一句式概括：

$$P = f(D, S, Inv)$$

其中 D 是总需求， S 是有效供给， Inv 是库存水平。

需求侧主要看四类：

1. 全球增长：尤其是美国、欧元区、中国的制造与建筑周期；
2. 与投资挂钩的部门：房地产、基建、装备制造的景气度；
3. 贸易与补库：贸易畅通 + 企业主动补库时，需求短期会高于真实终端需求；
4. 替代与节能：如果油价太高，部分需求会被替代掉，表现为需求弹性。

供给侧主要看四类：

1. 生产能力：矿山投产、油田产量、OPEC+ 配额、农业种植面积；
2. 成本曲线：高成本产能在低价时会退出，使得供给曲线变陡；
3. 投资周期：大宗行业常常是“高价 → 扩张投资 → 过剩 → 低价 → 出清 → 再扩张”的长周期；
4. 政策与气候：如环保限产、战事、港口封锁、拉尼娜/厄尔尼诺等。

5.2.2 库存的中介作用

库存是观察短期供需错位最敏感的窗口：

$$\text{库存变动} = \text{产量} + \text{进口} - \text{消费}/\text{出口}$$

库存向下（去库）说明真实需求大于当前供给，价格弹性会放大；库存向上（累库）说明供给过剩或终端需求减弱，价格易跌难涨。

实践中要同时看：

- 绝对库存：当前有多少；
- 库存季节性：是超季节性累库还是超季节性去库；
- 库存/消费比：以消费规模归一化；
- 海外与国内的库存差：决定进口/出口套利。

5.2.3 成本传导链与 PPI/CPI 时滞

机制可以写成：

国际大宗 $\uparrow \Rightarrow$ 进口价格 $\uparrow \Rightarrow$ 工业品出厂价 (PPI) $\uparrow \Rightarrow$ 企业成本上升 \Rightarrow CPI 中非食品项滞后上行

但中国有两点特殊：

- PPI 对大宗敏感度高于 CPI；
- 若下游需求不足，成本不能完全向终端转移，就会出现“PPI 高、CPI 低”的剪刀差，压缩企业利润。

这是判断“通胀是不是央行的刚性约束”的关键。

5.3 商品的金融化与期限结构

5.3.1 期货市场的角色

多数大宗在现货之外都有较成熟的期货、掉期、期权市场，金融资金参与后，会带来：

- 价格发现提前；
- 波动率放大；
- 与宏观资产相关性阶段性上升；
- 套利与跨期交易让价格更快反映库存与利率变化。

因此，研究员不能只看“现货价”，还要看“期货曲线形态”“基差”“成交与持仓”。

5.3.2 逆价 (Backwardation) 与顺价 (Contango)

商品期货的期限结构有两种典型状态：

- **Backwardation (近高远低)**: 说明当前供给紧、库存低，现货更值钱，做多近月还能赚“滚动收益”；
- **Contango (近低远高)**: 说明供给充足或库存高，持有期货需要付出“展期成本”。

这在实务中很重要：同样看对方向，在 Contango 结构里长期持有可能仍然亏钱，因为每展一次期就要付一次成本。

5.3.3 基差与套保压力

基差 = 现货价 - 期货价。

- 基差偏强 → 现货紧、需求好；
- 基差偏弱 → 现货宽松、需求弱或市场套保压力大。

对国内品种，要同时关注盘面利润、进口套利窗口、保税区库存这几条线，能更细致判断价格强弱的来源。

5.4 主要大宗品种的分析逻辑（扩展）

5.4.1 能源：原油、成品油、天然气

原油的核心是“OPEC+（可控供给）+美国页岩油（弹性供给）+全球需求（波动消费）”。

三个关键问题：

- OPEC+ 是要“保价”还是“保份额”；
- 页岩油资本开支是否扩张（利率、油价、ESG 都会影响）；
- 全球需求是否有突发性收缩（疫情、衰退、航运阻断）。

天然气波动更大，受气候、地缘、管道和 LNG 运力影响显著，欧洲曾因俄乌冲突出现极端价差，是典型的“地缘属性放大”案例。

5.4.2 金属：铜、铝、铁矿、镍

- **铜**：被称为“博士铜”，因为它对全球制造业与电力投资极敏感，还会因为新能源、电网、地产装修等结构性需求出现阶段性上涨；

- **铁矿石**: 几乎就是中国地产与基建的先行指标, 要盯钢厂开工率、日均疏港量、港口库存、地产销售;
- **铝与镍**: 受电力成本、区域供应扰动影响大, 政策限产会立刻反映到价格上。

5.4.3 农产品: 粮油、饲料、糖棉

农业的“供给刚性 + 需求稳定性”意味着: 一旦遭遇极端天气或出口限制, 价格会跳升。同时要注意与能源的交叉——例如玉米、大豆部分用作能源(乙醇、生物燃料), 当油价高企时, 会带动农产品需求上行。

5.4.4 贵金属: 以黄金为核心

黄金要同时看四条线:

1. **实际利率线**: 真实的机会成本;
2. **美元线**: 定价货币的强弱;
3. **地缘/金融风险线**: 避险需求;
4. **央行购金线**: 部分新兴国家央行加大黄金储备, 会形成“隐性买盘”。

若这四条线同时指向黄金有需求, 则容易出现“强黄金周期”。

5.5 美元周期与全球流动性

5.5.1 美元的双重角色

美元既是美国内生的货币, 也是全球外生的美元负债的结算货币。因此, “美国加息”不只是美国资金变贵, 更是“全球以美元计价资产的资金成本上升”。

- 当美国进入紧缩、美元走强 → 全球美元负债的再融资变贵 → 新兴市场先感到痛;
- 当美国宽松、美元走弱 → 全球风险资产估值提升 → 大宗、EM、股市普遍受益。

5.5.2 美元指数与长端利率、通胀的互动

典型链条:

美国通胀上升 → 加息/缩表预期 → 美债收益率上行 → 美元走强 → 大宗承压

但若通胀高到影响增长, 市场开始 price-in “未来要降息”, 则可能出现“利率回落 + 美元仍强”的阶段, 要具体分析哪个力量更大。

5.5.3 美元与商品的反向关系来源

- 计价效应：大宗以美元计价，美元升值 = 非美国家买大宗更贵 → 需求受抑 → 价格承压；
- 流动性效应：美元强常见于收紧期，资金更倾向持有美元资产而非商品；
- 风险偏好效应：美元强 + 风险偏好下降 → 商品交易盘减仓。

5.6 汇率决定机制与资本流动

5.6.1 利差与汇率：从理论到现实

理论上的有套利利率平价：

$$\frac{F}{S} = \frac{1 + i_d}{1 + i_f}$$

但现实世界有交易成本、资本管制、期限错配，因此常常只是在方向上成立、未必精确。

核心思想仍有效：谁的利率高、且资本可自由进出，谁的货币更有吸引力。

5.6.2 汇率的多因素框架

一个实用的汇率观察表可以包括：

- **货币政策差**：中美/美欧/美日利差；
- **经常账户**：顺差有支撑，逆差需外部融资；
- **资本账户**：股债通资金、FDI、外债到期；
- **风险偏好**：VIX、信用利差、地缘事件；
- **政策意图**：央行中间价、窗口指导、口径。

这五类变量结合，基本能解释人民币、韩元、澳元、巴西雷亚尔等主要非美货币的中短期波动。

5.6.3 资本流动三角与政策独立性

经典的“不可能三角”指出：资本自由流动、汇率固定、货币政策独立性三者不可兼得，只能三选二。因此：

- 若要保持汇率大致稳定、资本又较开放 → 货币政策会被动跟随外部；
- 若要保持货币政策独立、资本又开放 → 汇率要更有弹性；
- 中国目前采用的是“有管理的浮动 + 部分资本项目管制”，在三者之间做折中。

5.7 人民币汇率机制与国际比较

5.7.1 制度演进与当前框架

可以概括为：从“盯住美元”走向“参考一篮子、以市场供求为基础的管理浮动”。这意味着：

- 人民币可以有方向性波动；
- 但过快、过激、无序的波动会被管理；
- 中美利差、美元指数、进出口收支都能影响中枢。

5.7.2 人民币的核心影响因素

- **中美利差**：利差大 → 吸引投资 → 人民币偏强；利差小甚至倒挂 → 资本外流压力 → 人民币承压；
- **经常账户**：持续顺差为人民币提供基本面支撑；
- **美元指数**：强美元阶段人民币也难独善其身；
- **政策引导**：中间价、逆周期因子、窗口指导都能平滑短期波动。

5.7.3 人民币与国内资产的联动

人民币升值往往与“外资流入 + 出口较好 + 市场风险偏好提升”同时出现，会带来：

- A股北向资金流入；
- 利率债被动吸纳；
- 大宗进口成本下降、工业利润改善。

人民币贬值则要注意资本外流、市场波动、央行是否需要在货币政策上更审慎。

5.8 大宗商品与汇率的联动逻辑

5.8.1 “美元—商品—通胀—政策—美元”闭环

可用一条循环表述：

美元走弱 → 大宗价格上涨 → 输入型/成本型通胀上升 → 主要央行趋向收紧 → 利差扩大与美元走强

研究员要做的是：判断我们在这个闭环的哪一段，是“美元刚弱、大宗还没涨”，还是“大宗已高、通胀被看见、央行快收紧”。

5.8.2 商品货币的放大器作用

澳元、加元、挪威克朗、巴西雷亚尔等“商品货币”有三个特征：

- 出口结构与一两种大宗高度相关；
- 汇率对该大宗价格有放大反应；
- 是宏观交易者表达商品观点的便捷渠道。

因此，若判断油价上行但又不想直接做油，可以考虑做多加元/挪威克朗；判断金属上行可考虑做多澳元。

5.8.3 中国的双向反馈

中国既是大宗买方（消费国），又在人民币国际化中扮演角色，因此会出现：

大宗价格上行 \Rightarrow PPI 抬升 \Rightarrow 出口价格上涨 \Rightarrow 贸易顺差扩张 \Rightarrow 人民币获得支撑

这个路径的前提是中国仍然有较强出口竞争力；若外部需求同步走弱，则大宗上行反而会压利润和内需。

5.9 实战案例分析

5.9.1 案例一：2014–2016 年油价暴跌与美元走强

背景：美联储退出 QE、美国经济相对强、美元走强、OPEC 没有立即减产。结果：

- 油价从 110 美元跌到 30 美元；
- 全球通胀回落，欧洲、日本加码宽松；
- 大宗生产国货币大幅贬值；
- 新兴市场资本流出。

说明：美元周期与大宗周期往往相反，而且会通过汇率把冲击传导到新兴市场。

5.9.2 案例二：2020–2022 年供给受限 + 需求修复

背景：疫情后全球需求在财政刺激下快速修复，但供应链、港口、能源、农产品多点受阻。结果：

- 大宗商品全面上涨，引发高通胀；
- 各国央行被迫加息，金融条件快速收紧；

- 大宗一度高位震荡，随后受加息压制；
- 汇率波动加大，美元重回强势。

说明：当“供给约束”与“需求复苏”叠加时，大宗对通胀的传导会特别快，而美联储的收紧又会给这轮上涨画终点。

5.9.3 案例三：中国的人民币—大宗—出口联动

在中国出口仍然强劲、人民币有升值基础的年份，如果大宗价格抬升，其输入型通胀压力可以被人民币升值部分抵消；但若中美利差明显收窄，人民币进入双向波动阶段，则要更多通过国内政策（比如降低部分进口关税、释放储备）来平衡。

5.10 小结与启示

- 分析大宗商品时，要同时看供需、库存与期限结构三条线，缺一不可；
- 黄金要单独看实际利率、美元和避险情绪，它与一般工业品的逻辑不同；
- 美元是全球流动性的开关，强美元周期大宗和新兴市场都要谨慎，弱美元周期资产普遍受益；
- 汇率不仅受利差影响，还受经常账户、资本流动和政策引导影响，要用多因素框架；
- “美元—商品—通胀—政策—汇率”是一个循环，要判断当下在哪一段，再决定是买商品、买商品货币，还是防守；
- 对中国来说，还要把“人民币—大宗—PPI/CPI 剪刀差—出口”这一条加进去，才能解释政策的取舍。

美元周期 \Rightarrow 全球流动性 \Rightarrow 大宗价格 \Rightarrow 通胀压力 \Rightarrow 主要央行政策 \Rightarrow 汇率与资本流动 \Rightarrow 大宗价格

并行：

实际利率 \Rightarrow 黄金 \Rightarrow 风险偏好与资产配置

第6章

REITs 与房地产金融化框架

摘要：房地产是中国宏观经济与信用体系的核心环节，它同时牵动增长（投资）、金融（信贷与抵押）、财政（土地收入）与社会稳定（住房）。REITs（房地产/基础设施投资信托基金）代表着从“重资产、重表内、重土地”的传统房地产模式，向“轻资产、可流动、可估值”的资本市场化模式过渡。本章在原有“房地产周期—金融化—REITs制度—估值—宏观政策”主线基础上，进一步补充：房地产与土地财政的具体耦合机制、房住不炒与“三道红线”后的融资结构变化、资产证券化的多条路径、公募REITs的估值与分红分析框架、与利率和通胀的联动、国际REITs的可借鉴经验、以及REITs在中国“资产盘活—城市更新—地方债务化解”中的现实功能。目标是将这一章扩展为既能讲清宏观逻辑、又能落到项目分析与资产配置的可操作性讲义。

6.1 房地产在宏观体系中的角色

6.1.1 房地产的三重功能

房地产在中国不是单一行业，而是一条“投资—金融—财政”三位一体的链条：

- **投资功能：**房地产开发投资长期占固定资产投资的25%—30%，对GDP具有显著拉动；
- **金融功能：**按揭贷款、开发贷、土地抵押是银行贷款的核心资产之一，房价决定抵押品质量；
- **财政功能：**土地出让金、土地增值税、相关配套费是地方财政的重要来源。

也就是说，房地产不是“有没有”的问题，而是“多一点、少一点”的问题——任何一次下行都会多维度传导出去。

6.1.2 房地产—信用—经济的顺周期链条

可写成一条熟悉的正向循环：

房价上升 \Rightarrow 抵押品价值上升 \Rightarrow 银行放贷意愿增强 \Rightarrow 居民/开发商加杠杆 \Rightarrow 投资与消费上行 \Rightarrow 经济

反向则是：

房价下跌 \Rightarrow 抵押品价值缩水 \Rightarrow 银行收紧贷款 \Rightarrow 销售与投资下行 \Rightarrow 现金流紧张 \Rightarrow 信用恶化

因此，房地产价格的“波动管理”实际上是信用周期的“减震器”。

6.1.3 房地产与土地财政的联动

典型路径是：

房企拿地 \rightarrow 土地出让收入进财政 \rightarrow 地方做基建和配套 \rightarrow 城市能级提升 \rightarrow 地价/房价具备支撑 \rightarrow 房

这一机制一旦中断（比如销售下行、房企“不敢拿地”、地方出让遇冷），地方财政与城投的现金流都会承压，必须寻找新的“资产盘活”方式——REITs 就是这种方式之一。

6.2 房地产周期与金融化过程

6.2.1 房地产周期的四个阶段（细化版）

| 阶段 | 市场特征 | 信贷与销售 | 政策取向 |
|-----|------------------|-------------------|---------------------|
| 复苏期 | 去化改善、房价止跌、土拍开始回暖 | 按揭批准速度加快、成交量优于价格 | “因城施策”偏松、支持刚需与改善 |
| 繁荣期 | 房价涨幅扩大、部分城市出现抢房 | 杠杆率上升、开发贷充裕、预售回款快 | 限购限贷限价陆续出台，防止过热 |
| 调整期 | 成交放缓、库存回升、拿地热情下降 | 银行审慎、非标收紧、房企资金链趋紧 | “稳地价、稳房价、稳预期”，分类调控 |
| 衰退期 | 房价下行、尾盘多、并购重组增多 | 按揭需求不足、开发贷回表难度大 | 政策转向托底，三支箭、保交楼等工具上线 |

驱动力可概括为“四个开关”：信贷开关、土地开关、投资者预期开关、人口/城镇化开关。

6.2.2 “房住不炒”与“三道红线”后的结构变化

2016 年后“房住不炒”确立，2020 年前后“三道红线”对房企资产负债表加以硬约束，使得传统“高周转 + 高杠杆 + 高地价”的模式难以持续，具体表现为：

- 房企加杠杆的通道收窄，更多依赖销售回款；
- 土地市场因为“房企没钱”而转向“国企/城投托底”；
- 银行按揭更加看重居民部门杠杆安全性；
- 社会资本需要新的、更透明的、不依赖高周转的地产类资产——正是 REITs 的入口。

6.2.3 房地产金融化的几条路径

房地产金融化并不只有 REITs 一条路，大致有：

1. **抵押类**：按揭贷款、住房按揭支持证券（RMBS）；
2. **开发类**：开发贷、信托计划、资管计划、ABS；
3. **资产经营类**：持有型物业打包成类 REITs/CMBS；
4. **基础设施类**：将运营性基础设施打包成公募 REITs；
5. **城投类**：以土地储备、租赁资产做抵押或证券化。

其中 REITs 的优势在于“长期持有 + 高分红 + 可流通 + 资产透明”。

6.2.4 金融化的宏观效应

- **有利的一面**：提高资产流动性，降低对银行表内的依赖，形成“资产—证券—市场”循环；
- **不利的一面**：若基础资产现金流不稳、估值过高，金融化反而会放大波动，把房价的波动传到资本市场；
- **政策意义**：当地方政府不再能轻易靠土地出让融资，就要靠“把已有的、已经建好的、能产生稳定现金流的资产”打包上市，这就是中国基础设施 REITs 的现实背景。

6.3 REITs 的制度逻辑与市场意义

6.3.1 REITs 的基本构成

一只成熟的 REITs 通常包含：

- **底层资产**：具有持续经营现金流的物业或基础设施；
- **持有载体**：SPV 或项目公司，持有并分配收入；
- **基金层**：公募或私募基金形式向社会投资者募集；
- **监管与税收框架**：规定分红比例、杠杆限制、信息披露。

6.3.2 REITs 的宏观功能（扩展版）

1. **资产盘活**：把沉淀在地方政府、国企、平台公司账上的存量资产转成可交易份额；
2. **债务置换**：用权益型、分红型工具替代部分高息短债，降低整体杠杆；
3. **投资渠道**：为居民与机构提供介于“利率债—股市”之间的中风险、稳定现金流产品；
4. **城市更新资金来源**：把旧资产卖给市场，再用回笼资金去做新项目；
5. **改善财政**：让“建成的资产”自己产生现金流，而不是完全依赖预算内资金。

6.3.3 与传统地产股的区别

- 地产股盈利波动大、估值受销售与政策影响强，分红未必稳定；
- REITs 强调持有资产、赚租金（或通行费），高比例分红、估值锚定于利率；
- 两者服务的其实是房地产生命周期的不同阶段：地产股是开发—销售—回款，REITs 是持有—运营—分配。

6.4 REITs 的估值逻辑与分析方法

6.4.1 收益结构拆分

REITs 的收益可以拆成三部分：

$$\text{Total Return} = \text{现金分红收益} + \text{资产/份额价格升值} + \text{再融资/扩募带来的规模效应}$$

在成熟市场，第一部分（分红）是核心；在中国早期阶段，政策扩容和资产注入也会带来第二、三部分的额外收益。

6.4.2 收益率法与“利差”思维

$$Dividend\ Yield = \frac{\text{年度分红}}{\text{REITs 二级市场价格}}$$

观察的不是绝对值，而是“与同期限无风险利率、与高评级信用债、与长期国开债”的收益率利差：

- REITs 收益率-10 年国债收益率
- REITs 收益率-AAA 中长期信用债收益率

当利差处于高位，说明市场要求更高补偿，可能是资产端有疑虑或流动性偏紧；当利差被打平甚至变负，说明估值已“贵”。

6.4.3 NAV 法的实际意义

$$NAV = \frac{\text{底层资产公允价值} - \text{负债}}{\text{份额}}$$

$$\text{溢价率} = \frac{\text{市价} - \text{NAV}}{\text{NAV}}$$

溢价率高说明：

- 市场看好资产未来租金/收费提升；
- 市场认可管理人能力；
- 二级市场流动性好、有资金溢出。

折价则可能意味着资产区位一般、出租率偏低或二级市场流动性不足。中国早期 REITs 可接受轻微溢价，因为“稀缺 + 政策导向”。

6.4.4 DCF/NOI 法的操作要点

底层资产的定价往往用 NOI (净经营收入)：

$$NOI = \text{租金收入} + \text{其他经营收入} - \text{运营维护成本} - \text{物业管理费}$$

然后选取资本化率 (Cap Rate)：

$$\text{资产价值} = \frac{NOI}{Cap\ Rate}$$

Cap Rate 受无风险利率、资产位置、资产类型、租户稳定性影响。利率上行 → Cap Rate 上行 → 资产价值下调 → REITs 估值承压，这就是“REITs 对利率敏感”的本质。

6.4.5 影响估值的五大变量

1. **利率水平**: 是所有现金流资产的定价锚;
2. **资产质量**: 区位、运营能力、租户粘性、租约长度;
3. **分红稳定性**: 分红比例、分红频率、运营成本的可控性;
4. **扩募潜力**: 未来能否不断注入优质资产，做大规模摊薄成本;
5. **政策导向**: 是否被纳入鼓励方向，如保障房、公租房、绿色资产等。

6.5 中国 REITs 市场的发展与特征

6.5.1 从“试点”到“盘活工具”

中国公募 REITs 的起点不是商业地产，而是基础设施：高速公路、产业园区、仓储物流、污水处理、清洁能源、保障性租赁住房等，这些资产有几个共同点：

- 现金流相对可预期；
- 资产权属清晰；
- 与公共服务、城市运行关系紧密；
- 确实存在“建成但占用大量财政资源”的痛点。

这也说明，中国版 REITs 的政治与财政色彩更浓：它肩负“盘活存量、服务新发展格局”的任务。

6.5.2 基础设施 REITs vs 房地产 REITs

| 维度 | 基础设施 REITs | 传统房地产 REITs |
|--------|----------------|------------------|
| 资产类型 | 公路、园区、仓储、污水、能源 | 商办、商场、长租公寓、酒店 |
| 现金流稳定性 | 较高，费用刚性强 | 受租赁市场、消费周期影响大 |
| 政策支持 | 强，属于盘活范畴 | 逐步打开，需分城施策 |
| 估值锚 | 运营收费 + 利率 | 租金水平 + 商圈价值 + 利率 |
| 波动性 | 相对低 | 相对高 |

6.5.3 未来的扩展方向

- **保障性租赁住房 REITs**: 既能托底房地产，又能服务民生，政策最可能优先；
- **城市更新 REITs**: 将老旧小区、地下空间、公共停车场打包；
- **绿色/新能源 REITs**: 风光储、充电桩、数据中心等新基建；
- **民营优质资产**: 在透明估值和现金流证明之后，逐步开放。

6.6 房地产与宏观政策的协调机制

6.6.1 “三大支柱”视角看房地产

宏观层面看房地产要同时看：

- **信用支柱**: 房贷、开发贷、城投债；
- **财政支柱**: 土地出让收入、专项债、地方一般公共预算；
- **政策支柱**: 限购限贷、保交楼、三支箭、棚改、货币化安置。

三者任何一个弱化，都要靠其他两者加以补位；若三者同时收紧，就会出现房地产行业的系统性下行。

6.6.2 三支箭与 REITs 的衔接

“三支箭”主要给开发和经营主体“输血”；REITs 主要给“已经成型的资产”找“接盘的资本”。因此二者是前后衔接的：

1. 先用三支箭让项目续命、保交付；
2. 再把可经营的部分资产剥离打包入 REITs，回笼资金；
3. 回笼资金再投入到新的保障房、城市更新、基础设施中，形成闭环。

6.6.3 房地产稳定的关键监测指标

- 销售面积与销售金额同比；
- 竣工与新开工的剪刀差；
- 房企拿地金额与土地流拍率；
- 房企信用利差（尤其是民营房企）；
- 按揭利率与首付比例的变化；

- 住房租赁市场的空置率与租售比。

这些指标的组合，决定 REITs 能否真正拿到“好资产”而不是“迫不得已的资产”。

6.7 国际经验比较

6.7.1 美国 REITs 的成熟路径

美国 REITs 从 1960 年代起步，经历了：

- 法规确立 → 以税收优惠换取高分红；
- 资产多元化 → 零售、办公、工业、医疗、数据中心、学生公寓；
- 与指数体系接轨 → 纳入主要股票指数，成为资产配置标配；
- 金融工具丰富 → 有 REITs ETF、期权、指数互换。

对中国的启示是：资产类型要逐步丰富，透明度要高，二级市场要有足够深度，才能真正吸引长期资金。

6.7.2 新加坡/日本 REITs 的城市型模式

新加坡 REITs (S-REITs) 和日本 J-REITs 的特点是：

- 城市经济发达、物业租金稳定；
- 税收优惠与跨国资产注入（如酒店、海外写字楼）并行；
- 分红率稳定在 4%–6%，对家庭和年金资金有吸引力；
- 允许境外资产，形成区域资产整合平台。

对中国的一条现实路径是：可逐步允许成熟运营的境外项目或长租公寓项目注入，提升收益率与多样性。

6.8 投资与风控要点

6.8.1 投资维度的五看法

1. **看资产**：区位、使用率、租金/收费刚性；
2. **看人（管理人）**：是否有持续运营能力和项目储备；
3. **看价格**：当前收益率与同期限利率的利差；
4. **看政策**：是否属于鼓励类资产，未来扩容概率多大；
5. **看流动性**：二级市场交易是否足以承接进出。

6.8.2 风险识别清单

- **资产端风险：**基础资产的出租率、收费政策、一次性事件（比如道路改线）；
- **现金流风险：**经营成本超预期、维修资本支出（CapEx）超预期会侵蚀可分配利润；
- **利率风险：**利率上行会抬高贴现率，压估值；
- **政策/合规风险：**资产权属、特许经营期限、收费标准的政策变动；
- **扩募定价风险：**新增资产若定价过高，会摊薄原有持有人收益。

6.8.3 与其他资产的组合关系

REITs 的收益—风险特征介于“长期信用债”和“股息股”之间：

- 可作为权益组合中的“低波动、高分红”一档；
- 可作为固收+组合中的“收益增强”一档；
- 在利率下行期、城市更新期、政策明确支持期表现更好；
- 在利率上行期、房地产情绪低迷期表现承压。

6.9 实战案例分析

6.9.1 案例一：美国危机后的 REITs 修复

金融危机后，美国商业地产价格一度大幅下行，但拥有优质位置和稳定租约的 REITs 率先修复，原因是：

- 市场预期利率长期低位；
- 租金现金流并未像开发销售那样剧烈波动；
- 高分红资产对养老金、保险资金有天然吸引力；
- REITs 可以通过增发新股、注入新资产继续做大。

说明：即使房地产总体下行，只要是收益型物业、并且利率不高，REITs 仍能保持吸引力。

6.9.2 案例二：中国首批基础设施 REITs

首批产品上市后走势分化，背后有几个关键点：

- 市场对“刚上市”的稀缺资产乐于给溢价；
- 资产类型不同，通行费型比园区租金型更可预期；
- 部分产品随后通过扩募注入新资产，说明“资产池能否持续”会影响估值；
- 投资者以机构为主，波动性低于普通股票。

6.9.3 案例三：用 REITs 做城市更新的可能路径

一个老旧园区/片区 → 通过改造提升租金水平和出租率 → 打包发行 REITs → 回笼资金 → 再投入到其它更新项目。这条路径的关键是：底层资产能不能形成稳定经营性现金流，若仍然高度依赖土地溢价，就不适合做 REITs。

6.10 小结与启示

- 房地产在中国是“增长 + 信用 + 财政”的交叉点，一旦它慢下来，就必须有新的金融化工具接过去；
- REITs 是将“建完的、能收租的、能收费的”资产变成“可流动份额”的方式，是存量时代的重要工具；
- REITs 的估值核心仍然是利率 + 现金流 + 资产质量，利率上行期要特别注意估值回调；
- 中国 REITs 初期更多是基础设施与政策资产，未来才会向更市场化的商业地产扩张；
- 真正的 REITs 研究要能同时说清：宏观周期（利率、信用）、房地产周期（销售、库存）、财政周期（土地、专项债）、以及资产自身的运营周期；
- 在资产配置层面，REITs 是连接“稳健收益”和“房地产资产盘活”的桥梁，在政策支持时段，性价比会明显抬升。

房地产周期 → 土地财政与信用传导 → 房地产金融化 → REITs 制度与估值 → 资产盘活与宏观稳定

第7章

宏观与资产配置的量化框架

摘要：本章从“数据—模型—决策”的路径系统展开宏观量化框架，强调量化不是替代宏观，而是把宏观假设变成可回测、可跟踪、可迭代的策略资产。内容包括：宏观数据体系的搭建与清洗、因子构建与周期识别、资产对宏观因子的暴露估计、资产配置的优化模型（均值-方差、风险平价、情景优化、因子权重法）、回测与绩效评估的全流程，以及国际宏观因子投资的实践要点。并补充“高频 Nowcasting”“机器学习助力因子生成”“交易成本与再平衡设计”“策略生产化”四个在实际投研中常被忽略的环节，使宏观研究真正能落到可执行的资产配置层面。

7.1 宏观量化研究的核心理念

7.1.1 从定性到定量的四步走

宏观研究的本质仍然是“提出一个关于经济如何演化的假设”，量化的意义是检验这个假设是否在历史上成立、是否具有普适性、是否能转化为交易。可以用一个固定模板来描述：

宏观逻辑假设 \Rightarrow 选取可观测指标 \Rightarrow 构建因子 \Rightarrow 用资产收益检验

例如：“信用脉冲上行会带动股市与大宗价格的表现” \rightarrow 选取社融同比、社融当月增量、TSF/GDP \rightarrow 构建“信用因子” \rightarrow 回归 A 股/商品收益看是否显著。

7.1.2 量化框架的四层结构

- **数据层：**解决“看到什么”的问题，包括宏观、金融、政策、海外、替代数据；
- **特征/因子层：**解决“怎么描述周期”的问题，把原始数据压缩成少量宏观驱动因子；

- **策略层**: 解决“怎么用”的问题，把因子变成资产权重、择时、久期、对冲的具体信号；
- **执行层**: 解决“能不能落地”的问题，包括交易成本、流动性、再平衡、风控。

7.1.3 量化的目标不是精确预测而是决策一致性

宏观变量本身噪声大、修订多、受政策扰动显著，要做到“精确预测下一期 GDP”并不现实。量化框架真正的目的，是让你在“增长走弱 + 通胀回落”这个场景下每一次都能做出大体一致的资产配置（比如提高利率债权重、降低股票和商品），而不是靠个人情绪和当日新闻。

7.2 宏观数据体系的构建

7.2.1 数据类别与典型指标

| 维度 | 主要指标 | 来源 | 频率 |
|--------|--|-------------------|-------|
| 增长 | GDP、PMI、工业增加值、社零、固定资产投资、发电耗煤、高频率物流 | 统计局、海关、Wind、高频网站 | 月/周/日 |
| 物价 | CPI、PPI、核心 CPI、食品价格、油价、CRB、进口价格指数 | 统计局、Bloomberg、交易所 | 月/日 |
| 金融与流动性 | M1、M2、社融、信贷投放、SHIBOR/DR007、央行资产负债表、OMO、MLF | 央行、Wind、交易所 | 日/周/月 |
| 财政与土地 | 一般公共预算收入、基建支出、地方债发行、土地出让金 | 财政部、各省市财政、Wind | 月/季 |
| 外部环境 | 美元指数、美国收益率曲线、VIX、主要大宗价格、全球 PMI | Bloomberg、海外统计局 | 日/月 |
| 资产价格 | 股指、行业指数、国债收益率、信用利差、汇率、商品期货 | 各交易所、Wind | 日 |

7.2.2 数据预处理与平滑化

为了让模型更稳健，需要对原始数据做一系列处理：

- **同比/环比化**：宏观量常常有季节性，转成同比或环比更能反映趋势；
- **季调**：对社零、工业等强季节性数据用 X-12 或 X-13 做季节调整；
- **平滑**：3 期移动平均、HP 滤波、指数加权平均，用于降低噪声；
- **标准化**：把不同量纲的数据转成 z-score，便于后续合成；
- **对数差分**：对价格、指数取 log diff 更接近收益率序列；
- **缺失值处理**：宏观数据常有发布延迟，可用上期值、插值或模型预测补全。

7.2.3 高频与低频的对接 (Nowcasting)

现实问题：资产是每天交易的，但 GDP、CPI 是月度/季度发布的。解决方案是 Nowcasting（即时预测）：

- 把高频的 PMI 分项、期货价格、运价指数、耗煤量、出行数据作为“先行观察”；
- 用动态因子模型(DFM)或桥模型(Bridge Model)把高频数据映射到低频 GDP/CPI 上；
- 在月中或月末就能得到“这一期增长/通胀大概是多少”的估计，不用等官方发布。

这能让宏观策略更及时，而不是每月等一次数据。

7.3 宏观因子提取与周期识别

7.3.1 经典三因子：增长、通胀、流动性

宏观策略的 80% 以上问题都能用这三个因子解释：

$$F_t = \{G_t, I_t, L_t\}$$

- 增长因子 G_t ：PMI 综合指数、工业增加值、社融同比的合成；
- 通胀因子 I_t ：CPI/PPI 同比、国际大宗价格、核心 CPI；
- 流动性因子 L_t ：M2 同比、DR007 与政策利率的利差、社融当月增量、央行资产负债表扩张。

这三个因子方向的不同组合，就对应你前面几章讲的宏观象限。

7.3.2 PCA/因子分析的操作思路

当指标太多（例如你想同时看 10 个增长指标）就可以用 PCA 压缩：

$$F_t = w_1 X_{1t} + w_2 X_{2t} + \cdots + w_n X_{nt}$$

- 第 1 主成分常常就是“总体景气度”；
- 第 2 主成分可能是“价格/成本因子”；
- 把这两个主成分画出来，就能非常直观地看到“当前中国宏观是在高位还是低位”。

7.3.3 时序聚类与状态切换模型

除了 PCA，还可以用模型自动给周期“分段”：

- **k-means 聚类**：把（增长、通胀、流动性）的历史点云聚成 4 类，对应 4 种宏观状态；
- **隐马尔可夫模型（HMM）**：假设宏观状态是隐藏的，用观测数据反推当前处在哪个状态以及状态转移概率；
- **Markov Switching VAR**：在不同宏观状态下，变量之间的传导系数不同。

这些方法的好处是，能半自动识别“现在是不是在切换”，减少纯主观判断的噪音。

7.3.4 因子可视化与监控面板

实务中可以做一张“宏观热力图”：

- 行是各大类指标（增长、通胀、流动性、外需、房市、财政）；
- 列是时间（月/周）；
- 单元格是 z-score（红 = 高于均值、绿 = 低于均值）。

这样月度例会上就能直观看到“增长在回落、通胀中性、流动性边际收紧”，然后再去落资产。

7.4 资产与宏观因子的联动分析

7.4.1 静态相关与滚动相关

基础做法是算相关系数：

$$\rho = \frac{Cov(R_{asset}, F_{macro})}{\sigma_{asset}\sigma_{macro}}$$

但更实用的是“滚动相关”——用过去 12 个月或 24 个月的窗口滚动计算，看关系有没有变。比如股市对流动性在宽松初期可能高度敏感，但在极度宽松后期就没那么敏感了。

7.4.2 回归与暴露估计

标准做法：

$$R_t = \alpha + \beta_G G_t + \beta_I I_t + \beta_L L_t + \epsilon_t$$

- 股票指数常常 $\beta_G > 0$ ；
- 商品常常 $\beta_I > 0$ ；
- 长端国债常常 $\beta_G < 0$ 且 $\beta_I < 0$ ；
- 黄金常常对实际利率（可拆成名义利率和通胀）暴露明显。

估计出这些 β 之后，就能说：“这是一个增长型资产”“这是一个通胀对冲资产”。

7.4.3 多资产敏感性表

可以列一张简单的资产—宏观因子敏感性表，用于做当期配置参考：

| 资产 | 增长因子 | 通胀因子 | 流动性因子 | 说明 |
|----------|------|--------|--------|---------------|
| 股票（宽基） | + | 0/+ | + | 经济好、钱多时最好 |
| 中长期国债 | - | - | +/- | 对衰退、降息敏感 |
| 信用债（高等级） | 0/+ | 0 | + | 需要“稳增长 + 稳信用” |
| 商品指数 | 0/+ | + | 0/- | 通胀交易核心标的 |
| 黄金 | 0 | +/- | + (避险) | 看实际利率与风险情绪 |
| REITs | 0/+ | - (利率) | + | 利率下降最利好 |

7.5 资产配置的量化优化模型

7.5.1 经典均值-方差与其局限

目标函数：

$$\max_w w' \mu - \frac{\lambda}{2} w' \Sigma w$$

局限在于：

- 需要对未来收益 μ 做精确预测，难度大；
- 协方差矩阵不稳定，容易导致极端权重；
- 对非正态分布（如商品、信用）不够友好；
- 没有直接把“宏观状态”写进去。

7.5.2 基于宏观状态的分段优化

做法是：先判断宏观状态，再在该状态下优化。

1. 用宏观因子把历史分成四个象限；
2. 在每个象限中分别估计各资产的 μ 和 Σ ；
3. 当前处于哪个象限，就调用哪个象限的参数做优化；
4. 若状态有概率分布，可用概率加权未来收益。

这样就把“宏观会变”这件事写进了模型。

7.5.3 风险平价与波动率定位

风险平价核心是让各资产风险贡献相等：

$$RC_i = w_i(\Sigma w)_i$$

$$RC_i = RC_j, \quad \forall i, j$$

它的优势在于不需要强预测，只要协方差矩阵相对稳定；对宏观不确定期，风险平价能给出更平滑的结果。可以再加一层“目标组合波动率”，比如希望年化波动在 8%–10%，就可以用杠杆调整。

7.5.4 约束与现实化

实际组合还要加入：

- 权重上下限（如股票不超过 60%，商品不超过 15%）；
- 杠杆上限与融资成本；
- 流动性权重（成交量小的资产权重少）；
- 行业/资产集中度限制；
- 外汇/地域敞口限制。

这些都可以写成线性或二次约束嵌入优化器。

7.5.5 情景优化与压力测试式配置

另一种更贴近宏观的方式是：不去估计精确的 μ ，而是构造几个宏观情景：

1. 基准情景（增长温和、通胀正常）；
2. 通胀超预期情景；
3. 增长塌陷情景；
4. 金融/地缘突发情景。

对每个情景，预估各资产表现，然后优化一个“加权的下行风险最小”的组合。这种方法对宏观研究员比较友好，因为大家更习惯做情景而不是点预测。

7.6 量化回测与绩效评估

7.6.1 回测的标准流程

1. **设定样本区间**：至少要覆盖几轮宏观周期；
2. **滚动生成信号**：只能用当时能看到的数据，防止未来信息泄露；
3. **构建组合**：按模型给出的权重调仓；
4. **计入成本**：价差、手续费、冲击成本、滑点；
5. **计算绩效**：收益、波动、回撤、夏普、换手；
6. **稳健性测试**：换窗口、换频率、删掉极端年份，看结果是否一致。

7.6.2 绩效指标的解读要点

- **年化收益率**：不能孤立看，要与当期宏观背景和基准比较；
- **夏普比率**：大于 1 说明有一定质量，大于 1.5 说明策略比较成熟；
- **最大回撤**：宏观策略的卖点之一就是回撤可控，一般要小于 20% 甚至 15%；
- **Calmar 比率**：年化收益/最大回撤，是判断策略“穿越周期”能力的好指标；
- **换手率**：太高会吞噬收益，宏观策略建议设一个再平衡缓冲区。

7.6.3 常见问题与修正

- **未来函数：**使用的宏观数据发布日期滞后于策略信号日期会导致虚高收益，要用“滞后版本”数据；
- **幸存者偏差：**只用现在还在交易的资产、指数，会忽略历史上退出的资产；
- **参数过拟合：**把阈值调得太精细会让策略在回测期很好、实盘期失效，应控制自由度；
- **忽略汇率与交易成本：**尤其是用海外资产时，汇率波动与成本都要计入。

7.7 机器学习与宏观量化的结合（补充）

7.7.1 机器学习适合干什么

宏观数据样本少、频率低，机器学习不适合用来“黑箱预测 GDP”，但可以用在以下环节：

- 特征选择：从几十个高频指标中挑出与目标最相关的几组；
- 状态识别：用聚类/HMM 自动划分宏观阶段；
- 非线性映射：当资产与宏观因子关系明显非线性时，用树模型提升解释度；
- 异常检测：识别“这一期数据很奇怪，可能需要人工介入”。

7.7.2 要点：可解释性优先

宏观投委会往往要求“说得清楚”，因此在模型选择上要偏向：

- 简单的线性/逻辑回归；
- 树模型但配合特征重要性解释；
- PCA/因子模型这类本身就“解释性强”的方法。

黑箱效果再好，无法解释也难落地。

7.8 宏观因子投资的国际经验

7.8.1 桥水“All Weather”思想的量化表达

桥水的做法可以拆解为三层：

- 把世界拆成四种经济“天气”（增长↑/↓、通胀↑/↓）；

- 给每种天气配置一篮子适配资产；
- 做风险均衡，让哪种天气来都不过度伤害组合。

这本质上是“宏观状态 → 资产篮子 → 风险平价”的量化版。

7.8.2 AQR/BlackRock 的宏观 + 风格混合框架

它们会同时用：

- 宏观因子：增长、通胀、流动性、政策不确定性；
- 市场因子：价值、动量、规模、低波；
- 多资产：股、债、商品、外汇；
- 统一做暴露控制与跟踪误差控制。

这个模式对国内也有借鉴意义：宏观可以决定大方向，风格因子可以做组合内部的微调与增强。

7.8.3 国内的现实差异

国内要格外注意：

- 政策变量的重要性更高，需要单独设“政策因子”；
- 部分资产历史时间序列短，只能用代理指标或合成数据；
- 流动性分层明显，量化模型要有“可交易性”过滤；
- 指数频繁扩容/换样，要对历史做成分还原。

7.9 策略执行与生产化要点

7.9.1 再平衡设计

宏观策略不必天天调仓，可采用：

- 月度调仓：与宏观数据发布节奏匹配；
- 阈值调仓：当实际权重偏离目标超过一定比例；
- 事件调仓：央行会议、财政政策、重大地缘事件后。

7.9.2 交易成本与流动性约束

要在模型中嵌入：

- 最小成交量要求；
- 单日最大调仓比例；
- 成本函数（线性 + 冲击）；
- 避开流动性低的合约和尾部个券。

7.9.3 风控与止损

宏观策略也要有技术性的“安全阀”：

- 组合层面最大回撤阈值；
- 单资产最大权重/最小权重；
- 当宏观信号出现冲突（增长向上但流动性收紧）时，自动降杠杆。

7.10 小结与启示

- 宏观量化的关键不在于“算得有多复杂”，而在于把宏观假设清晰映射成可观测因子；
- 增长、通胀、流动性三因子是最稳定的起点，可叠加“政策/信用/外部”做中国化修正；
- 资产配置要把“宏观状态变化”写进优化，而不是只做一次性均值-方差；
- 回测一定要防未来函数、要计成本、要做多情景稳健性；
- 国际经验表明，宏观 + 风险平价是一条能长期跑的路，而宏观 + 风格因子有助于提升收益质量；
- 最终目标是让资产配置过程“标准化、可解释、可回溯”，从而真正嵌入机构的投研流程。

数据 → 因子 → 状态识别 → 资产暴露估计 → 优化与再平衡 → 回测与生产化

第8章

宏观研究体系的整合与展望

摘要：前文围绕“货币政策—信用市场—大宗与汇率—房地产与 REITs—混合资产策略—量化化—资产定价落地”构建了一套相互咬合的宏观研究框架。本章在此基础上做一次总装配：把前面分章节的理论、指标、模型、案例、策略，放回到同一条研究主线中，说明它们各自的入口、出口和衔接点；同时给出一套可直接落地的宏观研究工作路径（年度—月度—高频）、一套情景库与策略库的搭建方法，以及对未来宏观研究形态的展望——它将从“靠经验的人”变成“有模型的团队”，从“国内线性视角”变成“全球网络视角”，从“静态报告”变成“动态在线框架”。

8.1 宏观研究的逻辑主线（重述版）

8.1.1 起点：经济运行机制 → 增长与通胀

无论研究中国、美国还是全球，最底层的起点都是：

要素投入（劳动力、资本、技术） \Rightarrow 产出 \Rightarrow 收入 \Rightarrow 需求 \Rightarrow 再生产

在这条链上，价格（通胀）、数量（产出）、分配（工资、利润）不断互动，形成我们常说的“周期”。

所以第一性问题永远是四个：

1. 增长现在处在哪个区间？（高增/中速/下行）
2. 通胀是成本驱动还是需求驱动？
3. 结构性问题在哪些部门（地产、出口、制造、财政）？
4. 这些变化将在多久之后传到资产价格？

8.1.2 中轴：政策—信用—流动性

本书在货币、信用、地产几章里反复强调了一条等式：

政策取向 \Rightarrow 银行体系资金价格与数量 \Rightarrow 信用创造速度 \Rightarrow 实体投资与资产价格

也就是：政策不直接定资产价，政策定的是“资金的价格/数量/方向”，信用把它传下去，最后才到资产。因此，**能不能判断政策和信用的边际方向，是宏观研究员和一般市场参与者的分水岭**。

8.1.3 落点：资产与价格

最终仍然要回到投资问题：

当增长、通胀、政策发生这样的组合变化时，哪些资产会先涨、哪些会滞后、哪些会成为对冲？

这正是前面“混合资产策略”“可转债”“大宗与汇率”“REITs”这些章节存在的意义：它们是宏观逻辑的出口。

8.2 一张表看懂前七章的结构整合

8.2.1 四层宏观框架的合并

| 层级 | 内容来源 | 关键作用 |
|-------|--------------------------|-----------------------------|
| 宏观基础层 | 宏观目标与思维方式、货币政策框架、信用市场分析 | 建立“增长—通胀—政策—信用”四元因果链 |
| 政策传导层 | 货币工具、政策利率走廊、信用扩张机制、财政/土地 | 把央行和财政的动作翻译成“流动性和信用条件”的变化 |
| 市场反馈层 | 利率曲线、汇率、商品、房地产、REITs | 识别市场如何提前或过度反映宏观预期，找到领先信号 |
| 资产配置层 | 混合资产策略、可转债、量化优化、风险平价 | 把上面所有信息转成“买什么、配多少、怎么调”的组合决策 |

这样可以看到：**货币和信用在上，利率和汇率在中，资产配置在下，量化与 REITs 是横向模块。**

8.2.2 三条时间线的统一

- **长周期（3–10 年）：**人口、城市化、地产体量、财政可持续性——决定大的天花板；
- **中周期（1–3 年）：**信用周期、政策换挡、大宗与外部冲击——决定行业和资产的轮动节奏；
- **短周期（1–6 个月）：**资金面、海外事件、交易拥挤度——决定具体入场/调仓点。

研究要同时维护三条时间线，而不是只看月度 PMI。量化章节给出的“Nowcasting+滚动信号”就是短周期；信用、地产、财政是中周期；REITs 和城市更新更偏长周期。

8.2.3 四类资产如何安放在框架里

- **利率债/高等级信用：**吃“增长下行 + 政策宽松 + 流动性释放”；
- **权益/可转债：**吃“增长修复 + 信用改善 + 情绪恢复”；
- **商品/黄金/外汇：**吃“通胀与外部冲击 + 美元周期”；
- **REITs/收益型资产：**吃“利率中枢下移 + 政策支持盘活 + 现金流稳定”。

这四类资产分别在前面的章节中被详细展开，现在要做的是——**把它们放回同一张象限图里**，让策略可以一键切换。

8.3 宏观研究的实务化路径

8.3.1 一年一版的“宏观大框架”

每年年初最好做一次“年度宏观框架”：

- 对全球与中国的增长、通胀、政策、汇率、大宗做一年期的区间判断；
- 对信用、地产、财政、外需这几个中国特有变量做重点章节；
- 明确“今年大概率是宽/紧、内/外、修复/出清、再通胀/再通缩”的主旋律；
- 把这套判断沉淀成一张战略资产配置（SAA）权重表。

这份大框架是所有后续月度、周度观点的“母舰”。

8.3.2 月度滚动的“数据—政策—资产”例会

月度层面可以固定跑一张表：

1. 数据：上月的增长、通胀、社融、地产、财政有没有偏离年度设想；
2. 政策：央行操作、财政发力、监管口径、海外央行；
3. 资产：利率、信用利差、股指、商品、黄金、汇率、REITs 表现；
4. 结论：当前象限有没有切换迹象，要不要微调资产权重。

这就是把量化章节说的“滚动信号”变成一个团队协同的制度动作。

8.3.3 高频监控的“预警面板”

为了不被突发事件动到核心仓位，需要有一张高频预警面板：

- 资金面：DR007、回购、跨月资金、国债期货成交；
- 风险偏好：信用利差（尤其是民企/城投）、股指波动、两融、期权隐波；
- 外部：美元指数、油价、黄金、离岸人民币；
- 行业/地产：销售高频、土地流拍、政策传言。

一旦高频指标明显背离中周期判断，就要触发“降风险/加对冲”的策略。

8.4 情景库与策略库的整合

8.4.1 为什么要做情景库

宏观研究的难点在于：同一套逻辑在不同年份的演绎路径不一样。因此需要提前写好“若干个我们最可能遇到的宏观场景”，每个场景配资产。这样每次数据一出来，只要把它归入某个场景，就能半自动得出投资结论。

8.4.2 典型情景模板

| 情景 | 宏观特征 | 政策反应 | 资产配置 |
|---------|------------------|-------------|----------------------|
| 信用修复型复苏 | 社融回升、PMI 改善、地产企稳 | 货币中性偏宽、财政配合 | 股票/可转债↑, 信用债↑, 利率债持有 |

| | | | |
|---------|-----------------------|---------------|-----------------------|
| 成本推动型通胀 | 油价/大宗上行、PPI 走高、CPI 跟进 | 货币观望或结构性收紧 | 商品/黄金↑, 利率短端承压, 权益分化 |
| 外部收紧型冲击 | 美元走强、美债上行、资本流出 | 汇率管理 + 节奏性宽货币 | 利率债↑, 权益↓, 商品↓, 黄金可对冲 |
| 地产与财政托底 | 房地产政策放松、基建放量 | 货币配合地产信用重整 | 城投/高等级信用↑, 地产链权益交易性机会 |

8.4.3 策略库的表达形式

每个情景下至少要写清三件事：

1. 主要资产的排序（先买/不买/反向）；
2. 久期、信用、权益、商品、外汇、REITs 各怎么调；
3. 哪些指标的变化会让我们认为“这个情景失效了”（撤退条件）。

这就是把“宏观结论”变成“策略模板”。

8.5 宏观与市场的桥梁：从研究到投资

8.5.1 信号链条的标准化表达

上一章量化框架已经给了一个数学化表达，这里再给一个更直观的投研表达式：

宏观因子方向 (G/I/L) \Rightarrow 象限识别 \Rightarrow 资产敏感度匹配 \Rightarrow 组合权重调整 \Rightarrow 绩效与风险回溯 \Rightarrow 因子

这样投研和投资可以用同一张流程图说话，不再是“研究说涨、交易说不好做”。

8.5.2 从“点判断”到“线管理”

宏观研究常见的问题是：看到一次数据就做一次“点判断”。整合后的体系要求做的是“线管理”：

- 为每个变量设定合理的波动区间；
- 为每次调仓设定触发阈值；
- 为组合设定容忍的最大偏离；
- 定期做归因，判断赚钱是来自宏观判断还是来自单个资产的偶然波动。

8.5.3 多资产桥梁的回看

回忆前面的章节：货币政策给了利率锚，信用市场告诉你“宽货币能不能变宽信用”，大宗与汇率告诉你“外部是不是友好”，地产与 REITs 告诉你“最重的资产能不能盘活”，混合资产与量化告诉你“怎么把这些都写进组合”。这一章所做的，就是把这几条桥梁绑在一根绳子上。

8.6 全球宏观体系与中国的比较

8.6.1 外部约束的显性化

在全球化与地缘博弈并存的当下，中国宏观研究不能只看内部信用与地产，还要看三个外部约束：

- **美元与美债利率**：决定我国汇率与资金价格的“天花板”；
- **大宗商品价格**：决定输入型通胀与企业利润分配；
- **供应链与地缘**：决定出口和产业政策的方向。

8.6.2 中国宏观的三大特殊性回顾

- **信用主导**：我国宏观波动往往更像“信用周期”而非纯“利率周期”；
- **财政—土地—城投链**：地方政府是重要的投资主体，REITs 正是为这条链服务；
- **结构性调控**：同时存在总量宽松与结构收紧，需要在量化模型中加“政策因子”。

8.6.3 融合趋势

未来中国宏观一定是“宏观框架国际化 + 手段中国化”——框架会向全球看齐（更透明、更多高频、更多沟通），手段仍会保留与本国制度相适应的工具（结构性货币工具、基础设施 REITs、窗口指导）。

8.7 宏观研究的未来趋势

8.7.1 数据维度的外延化

未来宏观研究不会只看官方统计，还会看：

- 卫星夜光数据、运价指数、物流轨迹、写字楼/商场人流量；
- 搜索指数、新闻情绪、社交媒体政策热度；

- 企业发票、招投标、用工招聘高频数据（若能合规获取）。

这些数据将被机器学习用于即时景气度估计，让研究从“滞后报告”变成“在线仪表盘”。

8.7.2 模型形态的进化

从单变量回归 → 向量自回归 (VAR) → 状态切换模型 (MS-VAR) → 动态因子模型 (DFM) → 深度时序模型 (LSTM、Transformer)。但不变的是两个原则：

1. 模型要能解释 (Explainable)，否则投委会难通过；
2. 模型要能更新 (Updatable)，否则失效时候找不到问题。

8.7.3 从“预测值”到“概率分布”

未来的宏观策略更可能输出的是：“增长下行的概率 60%，通胀上行的概率 30%，外部收紧的概率 20%”，而不是“下个月 GDP 就是 5.3%”。资产配置也会随之变成“概率加权的情景配置”。

8.8 全书总结：构建你的宏观研究世界观

8.8.1 五条最重要的认知

1. **货币与利率是起点**：不懂央行，就读不懂资产；
2. **信用是中国的特色主线**：要问“宽货币能不能变宽信用”；
3. **资产是结果而不是原因**：先有宏观—政策—流动性，才有资产表现；
4. **制度会改变传导**：土地财政、城投、隐性担保都会扭曲价格，要看制度；
5. **量化是第二语言**：用代码把逻辑写下来，它才能复现、回测、传承。

8.8.2 三种思维方式

- **系统化思维**：把货币、信用、汇率、商品、地产看成一个系统；
- **前瞻性思维**：提前识别“边际变化”，而不是等结果公布；
- **概率化思维**：接受不确定性，用资产配置分散未来的错误。

8.8.3 从研究到能力的演化

当你能把前面所有章节的内容用一张图画出来、用一套指标表格维护、用一份代码回测、用一套情景库管理，说明你已经不是“写报告的人”，而是“维护宏观系统的人”。这也是机构里最核心的竞争力：**不是看一次数据说一次话，而是有一套持续可运行的宏观系统。**

结语

宏观研究的终极目标不是“押中一次拐点”，而是**建立一个能不断吸收新信息、修正旧假设、生成新策略的研究平台**。本书从货币、信用、利率、汇率、大宗、房地产、混合资产到量化，把一条中国投资者真正会用到的宏观链条搭好了；剩下的就是日复一日地往里填数据、填事件、填案例、填交易，把它养成一套你们团队自己的“宏观操作系统”。

理解世界的结构 → 观察世界的变化 → 量化世界的节奏 → 配置世界的资产。