

优化供给、提质增效系列报告（一）

资本周期框架配置行业实践

核心观点

借助量化工具，本文尝试了资本周期框架的落地与实践。根据行业集中度、盈利增速和资本开支三个指标，本文将所有二级行业划分至资本周期框架下的八个象限，并区分推荐/审慎行业。对这一行业选择策略的有效性进行检验，历史业绩回测结果显示：

（1）如果能够对行业的资本周期进行提前预判，可以赚取较高的超额收益；信息滞后会导致收益水平逐渐降低，但是即使滞后至下一期财报披露时，策略仍然有明显超过基准的收益和夏普比率。

（2）纯多头推荐行业策略在考虑了信息滞后的情况下，仍然有可观的超额收益。

（3）在考虑信息滞后、无法有效预判资本周期定位的情况下，审慎行业可能失效，难以作为对冲下行风险的工具。

风险提示：美联储货币政策的不确定性；海外地缘政治冲突加剧等。

策略研究·策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

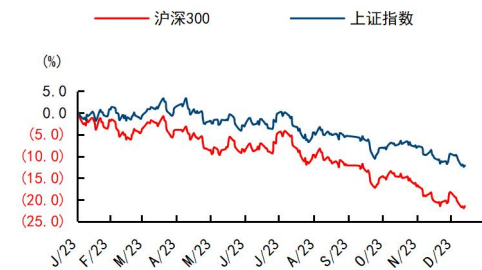
wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	5691.66/-6.27
创业板/月涨跌幅(%)	1777.27/-7.23
AH股价差指数	147.57
A股总/流通市值(万亿元)	68.81/61.58

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中观高频景气 and 基本面混频预测图谱（2024.01）——下游消费行业景气下行，制造业库存上升》——2024-01-10
- 《资金跟踪与市场结构周观察（第十一期）-市场成交热度走弱，北向资金流入布局》——2024-01-10
- 《蓄力向上系列（六）-寻找优质红利资产》——2024-01-08
- 《配对交易思路对冲投资风险》——2024-01-04
- 《2023年大类资产回眸和2024年展望-股债跷跷板、高频切换与主题投资》——2024-01-04

内容目录

资本周期框架配置行业实践	4
资本周期框架的行业比较原理	4
资本周期框架下的行业推荐策略	4
行业选择策略的历史业绩回测	9
行业选择策略的简化定位	16
风险提示	19

图表目录

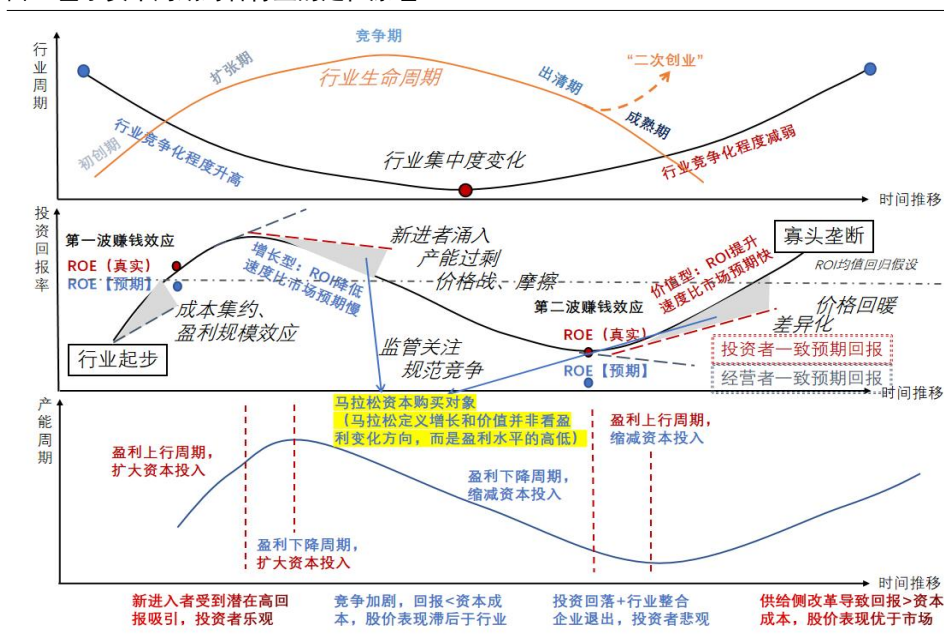
图 1: 基于资本周期对各行业的定位原理	4
图 2: 上游资源行业资本周期定位历史数据	5
图 3: 中游制造行业资本周期定位历史数据	5
图 4: 下游可选消费行业资本周期定位历史数据	6
图 5: 下游必选消费行业资本周期定位历史数据	6
图 6: TMT 行业资本周期定位历史数据	7
图 7: 大金融/环保公用/综合资本周期定位历史数据	7
图 8: 根据 2023Q3 判定的当期推荐行业和审慎行业列表	8
图 9: 完美预判情况下纯多头策略回报	9
图 10: 完美预判情况下纯空头策略回报	10
图 11: 完美预判情况下多空对冲策略回报	11
图 12: 滞后一期情况下纯多头策略回报	12
图 13: 滞后一期情况下纯空头策略回报	12
图 14: 滞后一期情况下多空对冲策略回报	13
图 15: 滞后至财报披露日期情况下纯多头策略回报	14
图 16: 滞后至财报披露日期情况下纯空头策略回报	14
图 17: 滞后至财报披露日期情况下多空对冲策略回报	15
图 18: 资本周期的产业逻辑适用范围: 周期、金融、制造、耐用品消费	16
图 19: 资本周期的产业逻辑应用有折扣的行业: 消费、服务业	17
图 20: 简化版框架下, 处在资本周期中适宜位置的行业分布	18

资本周期框架配置行业实践

资本周期框架的行业比较原理

按照行业所处的生命周期阶段来进行投资，可以打破成长和价值的壁垒，分别挑选处在各自最优阶段的行业和标的同时投资。随着行业从初创阶段逐步发展至成熟阶段，再进入到衰退阶段，行业的集中度会先降低，随后再上升。当行业从初创期进入成长期时，盈利增长领先资本扩张回落，出现盈利下行周期中资本投入增加的情况；而当行业从成长阶段进入成熟阶段时，出现盈利上行周期中资本投入减少的情况。除此之外的大部分时间里，盈利和资本投入的变动方向通常是一致的。在实际应用中，本文发现各行业的变动特点基本上都与资本周期的演变规律相符。

图1：基于资本周期对各行业的定位原理



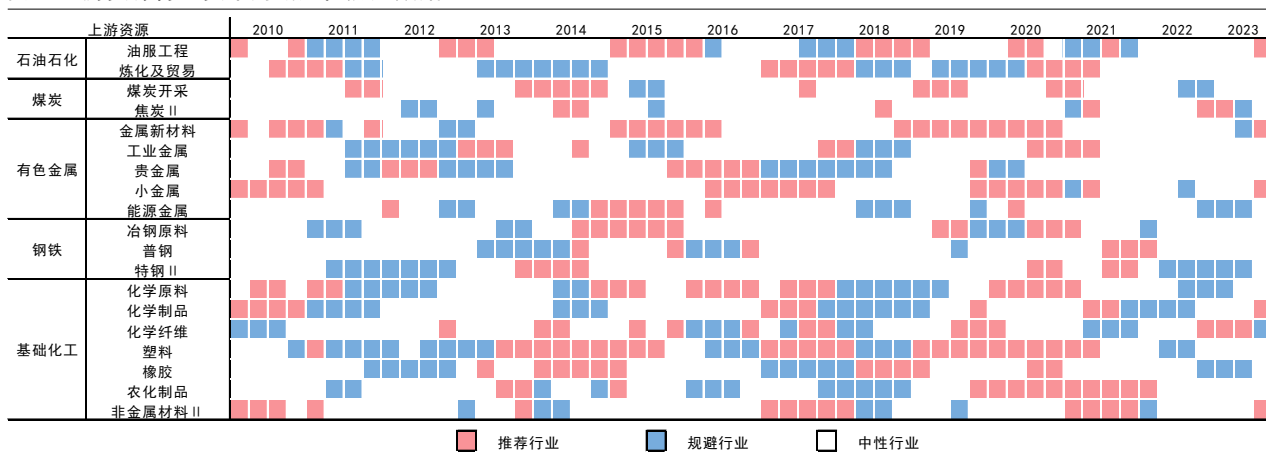
资料来源：国信证券经济研究所绘制

资本周期框架下的行业推荐策略

本文根据申万二级行业的集中度、盈利增速和资本开支三个指标，可以将所有行业划分至资本周期框架下的八个象限。随后匹配每一个季度的行业涨跌幅，将八个象限按照平均涨跌幅进行排序，如果行业在某一季度处于最优或次优区间（Top quarter），则可将该行业定位为推荐行业；同理，如果行业在某一季度处于最劣或次劣区间（Bottom quarter），则可将该行业定位为审慎行业。

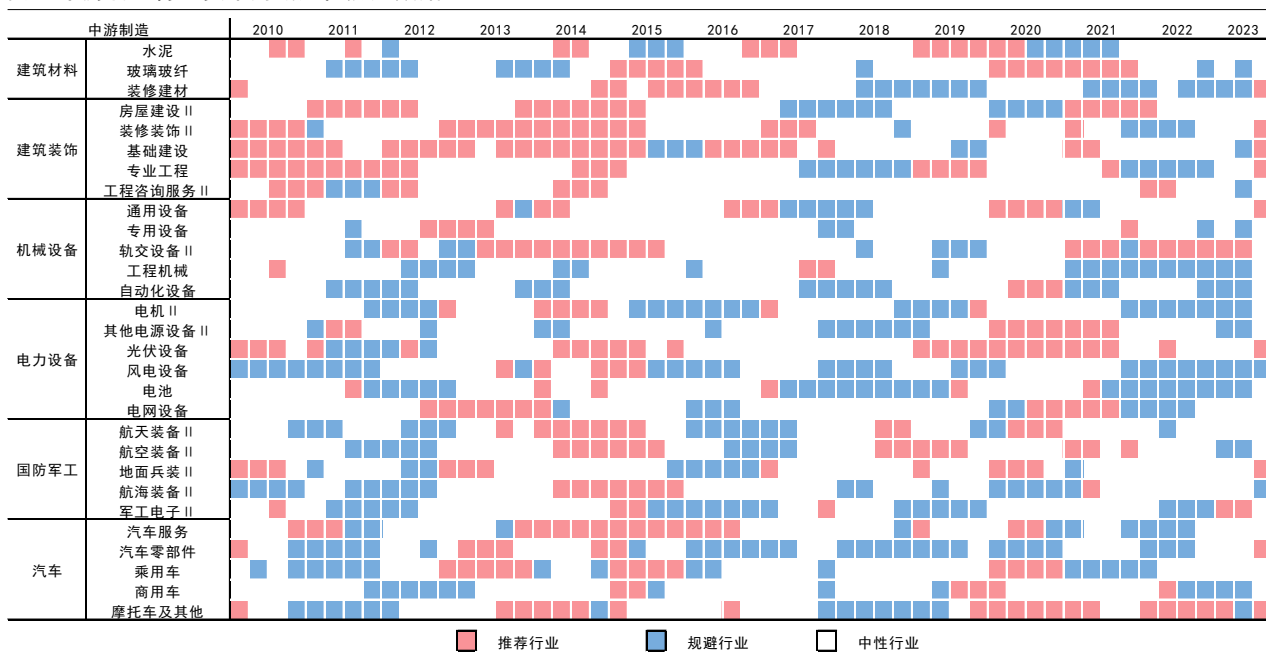
据此，按照产业链上下游归类，本文整理了 2010-2023 年不同二级行业所处的资本周期，相应定位为推荐/审慎行业，定位历史数据如下图所示：

图2: 上游资源行业资本周期定位历史数据



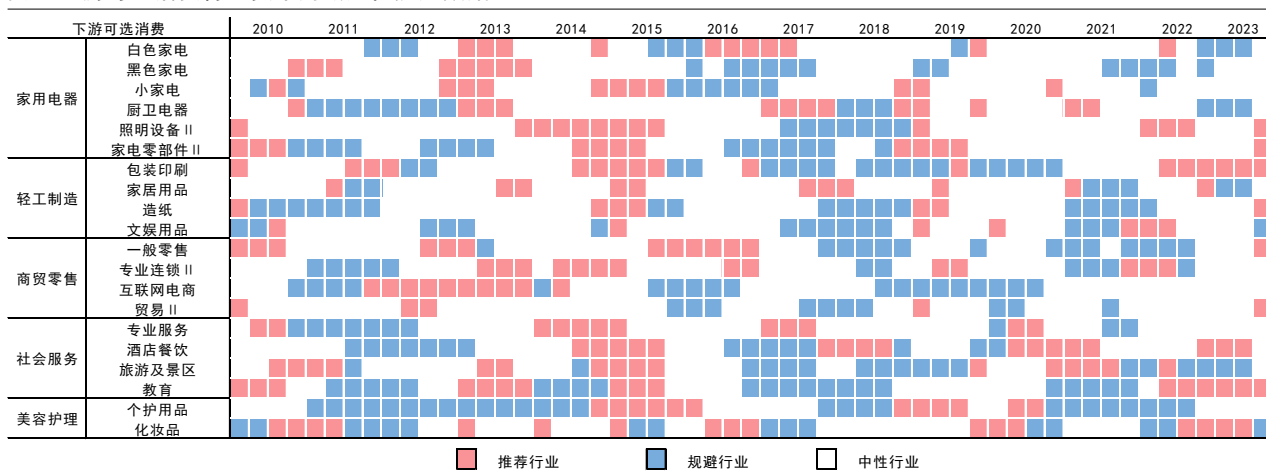
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 中游制造行业资本周期定位历史数据



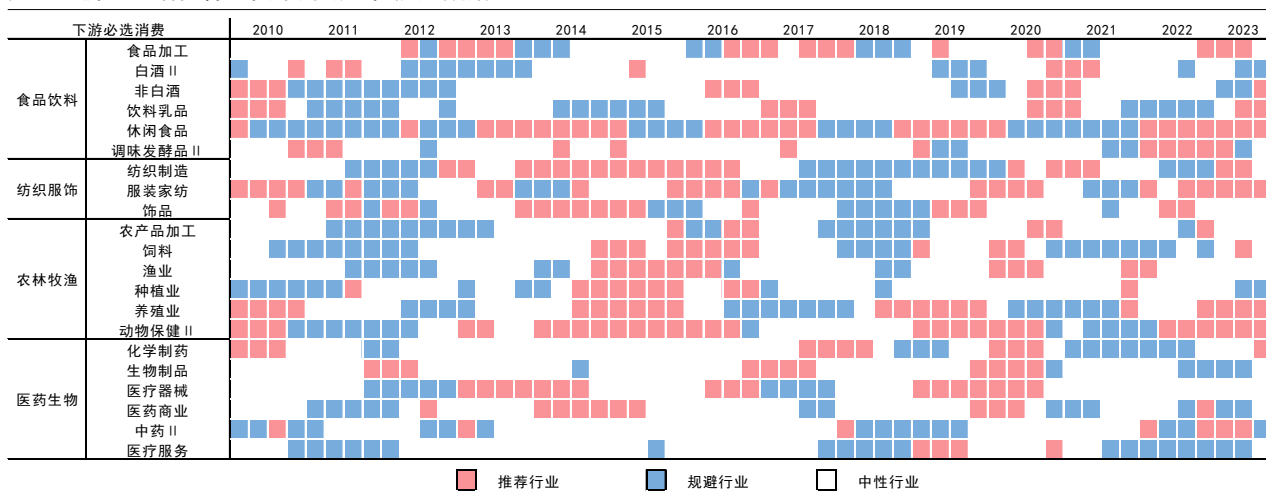
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 下游可选消费行业资本周期定位历史数据



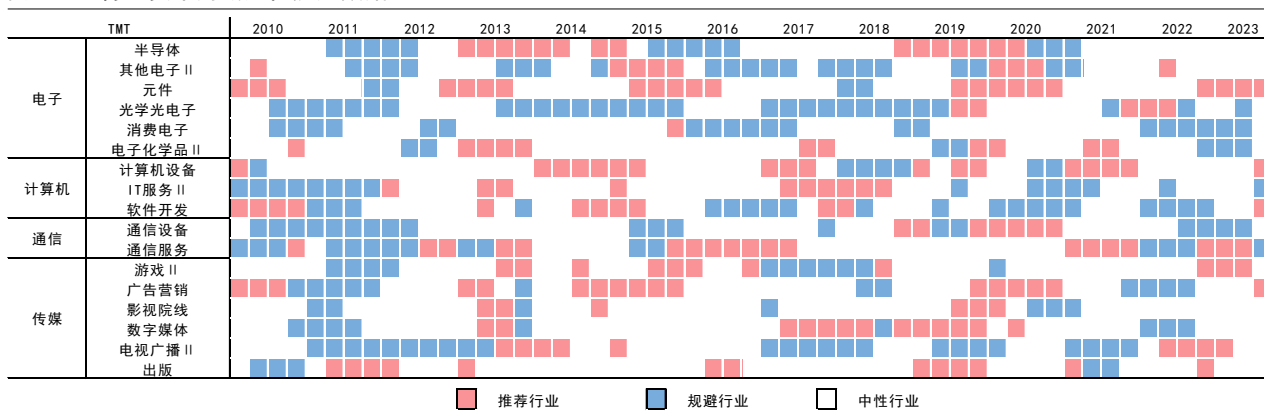
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图5: 下游必选消费行业资本周期定位历史数据



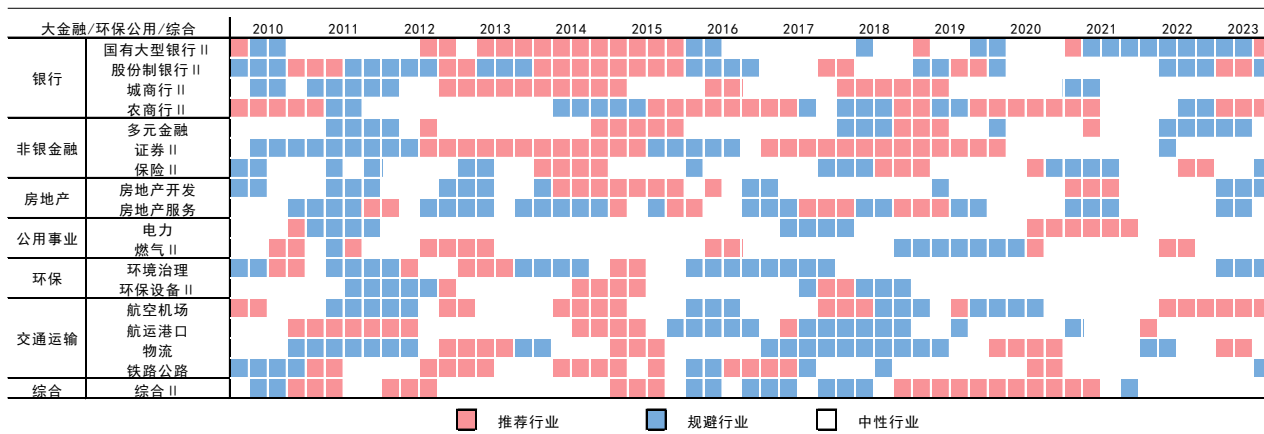
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: TMT 行业资本周期定位历史数据



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图7: 大金融/环保公用/综合资本周期定位历史数据



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 根据 2023Q3 判定的当期推荐行业和审慎行业列表

	推荐行业		审慎行业					
上游资源	基础化工	化学纤维	煤炭	焦炭 II				
			有色金属	金属新材料 能源金属				
			钢铁	特钢 II				
			基础化工	橡胶				
中游制造	机械设备	轨交设备 II	建筑材料	玻璃玻纤				
	国防军工	军工电子 II		装修建材				
				建筑装饰	基础建设 工程咨询服务 II			
				机械设备	专用设备			
					工程机械			
					自动化设备			
				电力设备	电机 II			
					其他电源设备 II			
					风电设备			
					电池			
				国防军工	航空装备 II			
				汽车	商用车 摩托车及其他			
				下游可选消费	轻工制造	包装印刷	家用电器	白色家电
					社会服务	酒店餐饮	轻工制造	厨卫电器
教育	家居用品							
美容护理	化妆品	社会服务	旅游及景区					
下游必选消费	食品饮料	食品加工	食品饮料	白酒 II				
		饮料乳品		非白酒				
		休闲食品		调味发酵品 II				
	纺织服饰	纺织制造	农林牧渔	种植业				
		服装家纺	医药生物	生物制品				
	农林牧渔	饲料		医药商业				
		养殖业		医疗服务				
	医药生物	动物保健 II						
医药生物	中药 II							
TMT	电子	元件	电子	光学光电子				
	通信	游戏 II		消费电子				
				电子化学品 II				
大金融	银行	股份制银行 II	银行	国有大型银行 II				
		农商行 II	非银金融	多元金融				
				房地产	房地产开发 房地产服务			
环保公用	交通运输	航空机场	环保	环境治理				
		物流						

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业选择策略的历史业绩回测

为了验证上述行业选择策略的有效性，对策略的历史业绩进行回测。回测区间设定为 2010 年初-2023 年 9 月底，所采用的回测方式为对当期相关行业指数进行等权重配置，在实际操作过程中体现为对当期相关行业涨跌幅进行简单平均，以此近似等权重配置组合的涨跌幅。后续回测均不考虑任何摩擦成本。

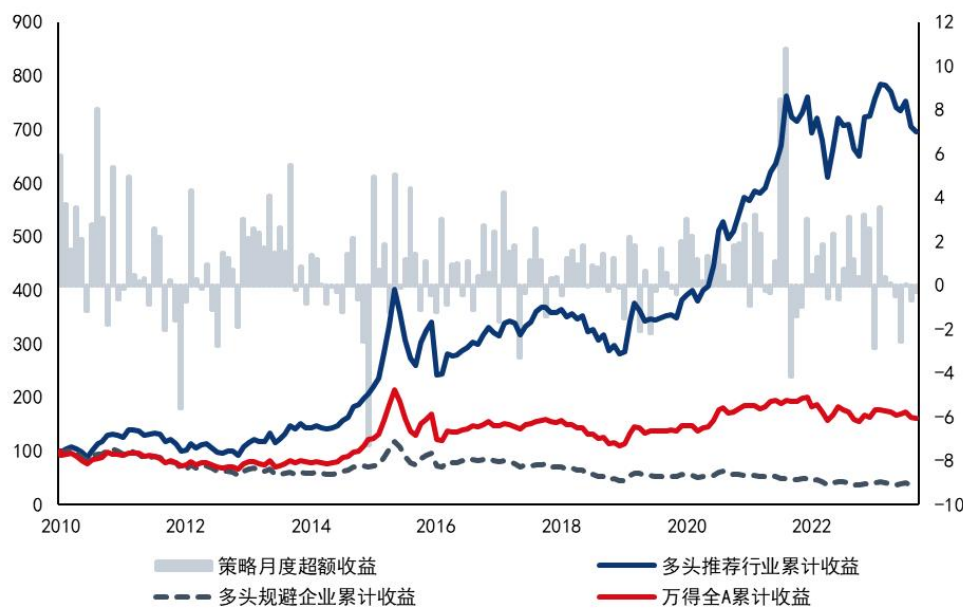
对于以上的行业推荐，按照不同的调仓时间节点，分为三种情况分别进行回测：

情况 1：“完美预判”的理想假设情景

以上的行业历史资本周期定位和推荐情况，是根据行业内个股在每个周期的财务数据回推的。如果在没有财务数据的情况下，能提前预判行业在下一季度的资本周期定位，并且做出相应的调仓操作，可以得到以下回测结果。值得说明的是，由于在选择行业时，企业财报仍未公布，情况 1 的回测结果不可避免地用到未来信息：

图9: 完美预判情况下纯多头策略回报

策略	累计收益	年化收益率	年化波动率	夏普比率	信息比率	CAGR	区间最大回撤
多头推荐行业	595%	17.22%	24.71%	0.56	0.45	15.15%	39.65%
基准（万得全A）	61%	6.15%	23.03%	0.27	-	3.55%	48.44%
多头审慎行业	-63%	-4.59%	23.24%	-0.35	-0.46	-7.05%	69.18%



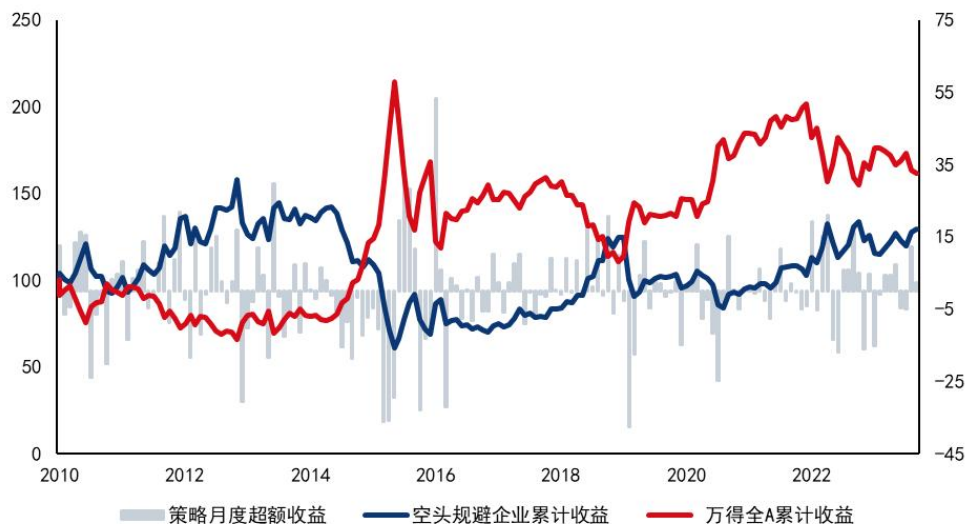
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

可以看到，如果能够很好地预判行业所处的资本周期，上述推荐行业在回测区间有明显的超额收益，年化收益率达到 17.22%，CAGR 达到 15.15%，策略胜率较高，在大部分时期都能获得超过基准的超额收益，而且策略能够很好地控制风险，在收益率远超基准的同时，年化波动率并没有显著差异，甚至保持了很好的回撤控制能力。

相反，看到资本周期框架定位的审慎行业，在回测区间内表现不佳，大幅跑输大盘，年化收益率仅为-4.59%。那么，考虑对冲审慎行业策略收益如何？

图10: 完美预判情况下纯空头策略回报

策略	累计收益	年化收益率	年化波动率	夏普比率	信息比率	CAGR	区间最大回撤
空头审慎行业	29%	4.59%	23.24%	0.05	-0.07	1.89%	61.27%
基准（万得全A）	61%	6.15%	23.03%	0.27	-	3.55%	48.44%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

尽管审慎行业整体表现不佳，跑输大盘，但是由于与大盘相关性较高，纯对冲审慎行业策略并不能带来明显的超额收益，审慎行业的有效性不如推荐行业，但是在市场快速下行期间，策略收益仍有超额收益，因此可以作为市场下行期间对冲风险的手段。

如果能够将推荐行业和审慎行业进行风险对冲，所构造的中性策略组合将带来超过纯多头/空头策略的超额收益。多空对冲策略年化收益率为 15.94%，CAGR 为 15.49%，且多空对冲策略由于规避了部分行业的下行风险，年化波动率明显下降，仅为 16.89%，最大回撤也低于纯多头/空头策略，因此多空对冲策略有更高的夏普比率。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/176134054142010033>