



宏观策略周报

2017年3月11日星期六

## 国内大类资产轮动：我们处于何方？

### 摘要

债券价格见顶、商品价格见底是一个既定事实。目前股票仍处于一个暴跌后缓慢恢复的时期，而商品已经嗅到了一些复苏的味道，债券已经见顶，但考虑到近20年以来，无论是美国还是中国，债券收益率均处于一个长期的下跌过程中，所以可能债券价格仍处于一个长期的上涨轨道上，但是这次它会经历一个比较大幅度的回调。

此轮资产轮动视为对美国经济周期的跟随可能更有启示意义。从一般的资产轮动规律来讲，可以把国内债券利率和商品价格见底回升视为经济复苏的一个征兆，但是这其中主要都是非市场因素在起作用，央行去年底提高政策利率是为了抑制债券杠杆投机，商品价格的暴涨是因为供给侧改革，这两者跟复苏都没有太大关系，这造成我们比较难以判断此轮牛市启动的真伪。如果把债券利率上行和商品上涨视为对美国经济和政策周期的跟随可能有助于我们的判断，假如美国通胀持续走高、财政刺激计划落地的话，这将拉动我国外贸需求和大宗商品价格。

**股票或成优选。**现在一个可以确定的事情是，如果内需向好，股市走牛的话，根据往年牛市股票收益超过商品的规律，今年股市的收益将超过商品，但如果由于内需疲弱而导致商品暴跌的话，股市肯定也不会好到哪里去，但股市的抗跌性相对于商品将更强，届时债市仍将成为避风港。所以今年存在两种可能性，一是股市>商品>债券，二是债券>股市>债券，这么来看，似乎买股票成为了最好的选择。

南华期货研究所

黎 敏

limin@nawaa.com

010-63151317-855

章睿哲

助理研究员

zhangruizhe@nawaa.com

010-63151317-855

## 国内大类资产轮动：我们处于何方？

### 一、美国大类资产轮动规律的启示

**通胀和利率是美国大类资产轮动背后的主线。**1970年以来美国的大类资产轮动基本是以大宗商品、通胀和利率政策为主线的，GDP增速与大类资产价格也有一定关系，但关系并不是很密切，GDP增速提升与股市上涨是一致的，但GDP增速下滑未必会导致股市下跌。

**大宗商品是左右通胀和利率政策的主要因素，大宗商品价格的冲击来自供给方还是需求方，是决定美国股市走势的重要因素。**如果大宗商品冲击来自供给方，例如70年代石油产出国大幅提高油价和两伊战争的情况，不仅会导致通胀飙升和利率走高，还会导致股价的暴跌；如果价格冲击来自于需求方，比如90年代初期亚洲新兴经济体的繁荣和2002年后中国经济的崛起，那么对于美股是一个利好作用。

在1970-2003年之间的大部分时间里，由于商品价格的冲击大部分来自于供给方，所以商品和股市的走势是相反的，商品的下跌利好企业和通胀环境，于是股市上涨，而商品的飙升一方面导致企业和消费者成本大幅抬升，另一方面导致通胀大幅抬升从而促使美联储提高利率，这两座大山压在身上导致企业投资回报率下滑，从而股市下跌。

2003年之后，中国经济崛起，对于大宗商品的巨额需求不断推高其价格，但是中国输出廉价商品压低了发达国家的通胀率，抵消了大宗商品上涨对其通胀的拉升作用，所以美国相对来说处于一个低通胀的阶段，低通胀又有利于美联储长期保持较低的利率水平，所以2003-2011年国际商品和美国股票价格指数出现了长达9年同涨同跌的情况。

**2011-2015年的通缩和长期超低利率环境改变了商品和股票的关系。**2011年之后商品股票同涨同跌的关系发生了变化，表现为中国经济的持续放缓导致大宗商品需求下降，价格不断下滑，而美股由于长期极低的利率环境持续上涨，在这里面货币政策起到了主要作用。但随着美联储利率政策的正常化和商品需求的上升，2016年以来商品和股票开始回归正相关。

**债券具有较强的规律性和领先意义。**从本质上讲，债券和大宗商品的关系更强，同时对于其他两种商品均具有领先意义，因为债券利率直接受货币政策影响，如果商品大涨导致通胀走高，美联储会提前做出反应，也即提高利率，我们可以看到美国短期利率和CRB指数在大部分时间里有较强的正向关系，美联储的行动对短期利率有立竿见影的影响，美联储加息使得债券利率见底上涨，在债券利率见顶一段时间之后，股票和商品价格开始见顶。在利率和通胀均处于一个较低水平的情况下，股市是比较安全的，但如果利率和通胀同时大幅抬升，股市就会比较危险。

美国目前仍处于一个低利率和低通胀的安全阶段，我们可以看到美国2年期国债收益率在2011-2012年一直在底部徘徊，2013年5月开始上升，但从加息预期出现到第一次加息靴子落地，应该说并不是美联储对于通胀做出的反应，而是出于对长期超低利率政策的担忧，是利率回归正常化的尝试。目前来看，CRB现

货指数仍未突破2011年至今的下跌阻挡线，如果能够成功突破，那么大宗商品将会有一波更大幅度的上涨，但随着通胀的走高，美联储的加息脚步将会更快，一旦美联储对于加息的态度发生方向性的变化，就是我们开始担忧的时候了。

图1、1970-2002年美国道琼斯指数与CRB指数走势对比

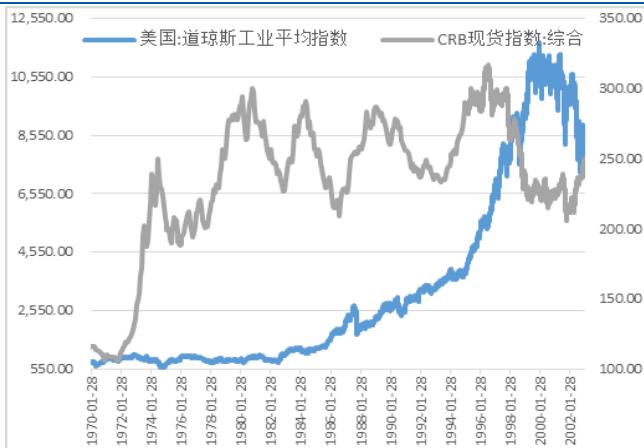


图2、2003-2011年美国道琼斯指数与CRB指数走势对比

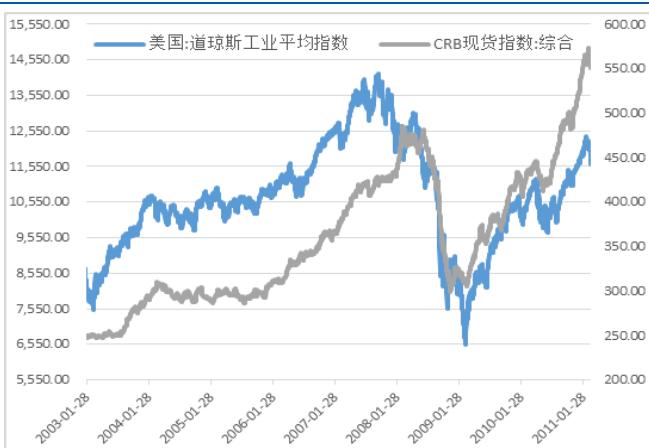
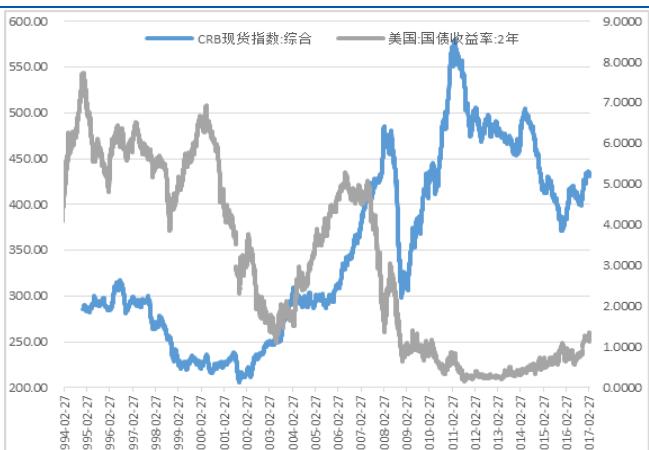


图3、2011年至今美国道琼斯指数与CRB指数走势对比



图4、美国2年期国债利率走势和CRB指数对比



资料来源：WIND资讯 南华研究

## 二、中国大类资产轮动的历史事实与规律

### (一) 2000年以来国内大类资产轮动的事实

在商品、股票和债券这三类资产里面，商品的表现是较稳定的，规律性较强。

南华商品综指在2001年11月见底之后一路上涨，2006年5月阶段性回调后又上涨，2008年3月见顶后，在7月份大幅回落，08年12月见底后大幅反弹，2010年1月阶段性回调，2011年2月见顶后开始长达四年多的下跌，在2015年11月见底后大幅反弹，之后就是我们都知道的2016年至今的暴涨，这一次上涨不像2008年以前的缓慢攀升，而类似2009年之后的暴涨。

股市涨跌的规律性不如商品，而且中国股市暴涨暴跌的V型形态比较常见。1994-2001年是上证综指一个缓慢上涨的时期，2001年7月见顶，之后缓慢回落，

在2005年7月见底，之后暴涨，在2007年10月见顶后暴跌，2008年11月见底后再次暴涨，2009年11月见顶，之后逐渐回落，2013年6月见底，2012年11月-2014年7月一直在底部徘徊，2014年11月之后暴涨，15年6月见顶后暴跌，2016年1月见底后缓慢回升，现在处于上涨期中。

不同于美国债券利率明显的规律性，中国债市的波动性非常强，这主要是由于固定资产投资的扰动和货币政策中间目标不同所致。2001年之后是中债价格指数一个上涨的过程，在2002年6月阶段性回调，2003年9月见顶后回落，2004年4月见底，2004年是一个底部徘徊时间，2005年1月启动上涨，2007年1月见顶回落，2007年11月见底后上涨，2009年1月见顶，之后是一个缓慢回落的过程，但是2010年1月-8月有一个短暂的上涨期，之后又回归到下跌轨道上，2011年8月见底后急涨，之后在118-120这个区间徘徊，2013年6月后暴跌，2014年1月见底，之后开启了持续2年多的牛市，在2016年11月见顶后大幅回落。

**股票和债券收益的对比。**在2002年-2004年，上证和债券的收益基本在一个较窄的空间里波动，2004-2005年上证收益低于债券收益，2005年-2007年，股市收益持续超过债券，2007-2008年，股市收益相对于债券大幅下降，2009年短暂超过债券，2010年-2014年股市收益率持续弱于债券，2014年底-2015年6月的短暂牛市里股票的收益超过债券，而2015年暴跌结束之后股市相对于债券收益也在上升。

**商品和股票收益的对比。**2005年之前，商品收益高于股市，2005年-2007年牛市，商品收益弱于股市，2007年10月-2008年9月商品表现好于股市，2008年9月-2009年7月，商品收益弱于股市，2009年7月-2012年11月，商品收益好于股市，2012年11月至2015年6月，商品收益持续下降，2015年6月后商品收益持续上升。

**商品和债券收益的对比。**在2001-2008年、2009-2011年、2016年至今的商品牛市中商品表现好于债券，其实时间相对于债券其收益率都是处于下行的阶段。

总体来看，当经济处于复苏初期时，商品>股市>债券，当股市和商品均处于牛市时，股市>商品>债券，当商品和股市出现暴跌时，债券>商品>股市，当处于熊市时，债券>股市>商品。

图5、商品、股票和债券走势对比



图6、上证综指和中债全价收益对比（取对数相除）

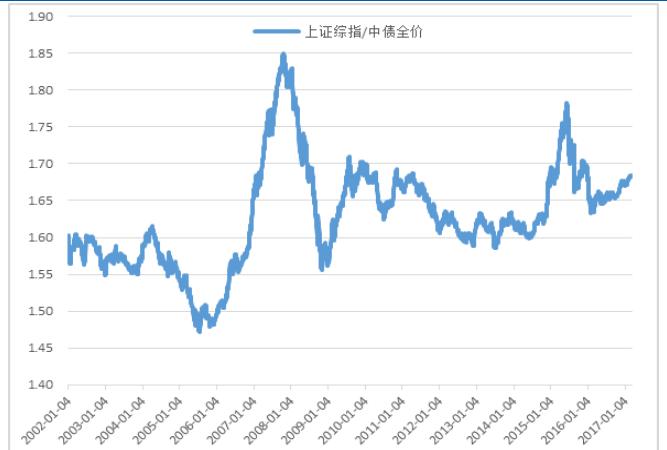


图7、南华综指和上证综指收益对比（取对数相除）



图8、南华综指和中债全价收益对比（取对数相除）



资料来源：WIND 资讯 南华研究

## （二）国内大类资产轮动的规律

商品价格是经济需求的镜像，2005年后股市领先意义增强。总体来看，国内的大类资产轮动不像发达国家市场的规律性那么强，商品、债券、股市和楼市这几个市场的涨跌之间没有必然的关系，同时领先和滞后的表现也不明显。2001年，商品价格率先启动长达7年的牛市，这自然是对于经济需求面好转的反映，商品价格和固定资产投资的关联度是非常高的，投资好的年份商品不会差。但股市在2006年之前一直非常低迷，这与2005年之前，固定资产投资增速高企不断推高利率和通胀的情况有较大关系，高利率和高通胀构成了对股票收益率的抑制作用。而2005-2006年是利率和通胀大幅下行的时期，所以股市开始启动牛市。2005年之后，股市具有较强的领先意义，表现为提前见顶和见底，2007年10月股市见顶，商品2008年3月才见顶，08年11月股市见底，商品滞后一个月，股票2014年7月开始启动上涨，商品直到2015年11月才启动。

利率和通胀是A股要么熊市要么暴涨暴跌的主要原因。尽管国内大类资产轮动的规律性不那么强，但是内在的经济驱动原因与美国资产的表现还是有一定相似之处的，利率和通胀在其中起了非常重要的作用。

中国股市长期处于熊市，与利率的长时间高企有很大的关系。在投资急升的年份，利率被推高，而且国企对于金融价格并不敏感，所以投资和利率之间没有内在的均衡机制，这自然抑制股市的投资回报，而投资开始下降之后通胀又起来了，于是央行大幅提高基准利率，这又进一步抑制股市上涨。

我们可以看到股市在2006-2007年、2009年和2015年都与利率和通胀有很强的关系，2006年是处于利率和通胀尚处于低位的间隙，随着通胀上行和央行提高利率，股市开始暴跌；2009年是金融危机后利率大幅下降，通胀尚未上行的阶段，通胀大幅上行之后股市随之暴跌；2014年11月央行开始降息，2015年1月CPI触底至0.76%，这两个因素叠加使得实际利率见顶下滑，投资者预期股票收益率会相对提高，于是资金流入股票市场。14年11月金融股开始暴动，但15年开始金融股的收益相对于大盘开始下滑，医疗、工业、可选消费、日常消费和信息

技术等板块开始走强，这些周期型板块的走强意味着当时市场对于经济复苏的强烈预期是存在的，但是6月份股市的见顶暴跌是复苏证伪的一个明显表现。所以股市的上涨实际上得益于合适的投资增速、利率缓慢上行，同时通胀较为温和的经济环境，这三条在过去的经济环境中很少具备，即使具备时间也很短，这决定了股市容易暴涨暴跌的情况。

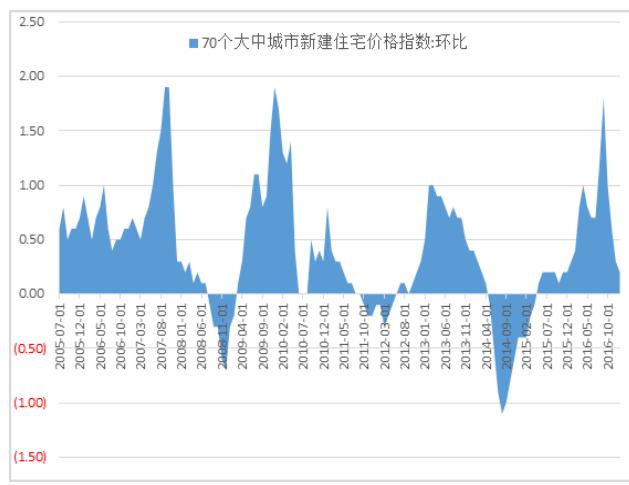
国内债市具有很强的独立性和波动性。这种独立表现在既独立于股市，也独立于商品，这与发达国家的情况有较大区别，像美国的短期利率走势和联邦基金目标利率是基本一致的，而且美联储的预期管理也做的比较好。中国债市这两个特点的根源首先在于人民银行不是以利率作为货币政策的中间目标，从政策利率到市场利率的传导机制也不是非常流畅，第二在于投资对于利率的扰动，在2010年之前，投资增速大起大落的情况很常见，这也造成了利率的波动性。

**中国房地产市场的特点。**房地产兼具商品和金融两个属性，而且在中国还有一个非常重要的政治属性，所以在经济好的年份，商品属性促使房价上涨，在经济不好的年份，金融属性促使房地产上涨，应该说改革开放30年代来，房地产的投资回报率是跑赢其他所有资产的，尤其是一线城市的房地产，而且为了土地出让金收入和经济的稳定，政府可以控制土地供应来抑制房价的下跌，所以过去房地产下跌的年份比较少，而且下跌的幅度远没有上涨的幅度高。

图9、投资、利率和通胀走势



图10、2005年至今70大中城市新建住宅环比涨跌情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

### 三、现在我们处于何方？

**债券价格见顶、商品价格见底**是一个既定事实。从目前的情况来看，股票仍处于一个暴跌后缓慢恢复的时期，而商品已经嗅到了一些复苏的味道，可以看到2016年以来，相对于股市和债券，商品收益处于大幅攀升的阶段。目前债券已经见顶，这是我们一个比较明确的看法，但是考虑到近20年以来，无论是美国还是中国，债券收益率均处于一个长期的下跌过程中，所以可能债券价格仍处于一个长期的上涨轨道上，但是这次它会经历一个较大幅度的回调。

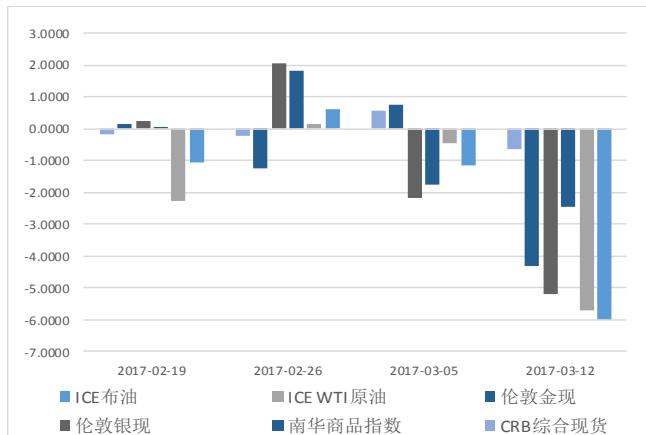
本轮资产轮动视为对美国经济周期的跟随可能更有启示意义。从一般的资产轮动规律来讲，可以把债券利率和商品价格见底回升视为经济复苏的一个征兆，目前国内的大类资产确实出现了这样的情况，债券价格在16年10月见顶，商品价格在2016年1月见底，而且债券价格向下突破了持续两年上涨的支撑线，商品向上突破了持续五年下跌的支撑线，但是这其中主要都是非市场因素在起作用，央行去年底提高政策利率是为了抑制债券杠杆投机，商品价格的暴涨是因为供给侧改革，这两者跟复苏都没有太大关系，因为通胀和投资增速均处于一个很低的水平，这造成我们比较难以判断此轮牛市启动的真伪。如果把债券利率上行和商品上涨视为对美国经济和政策周期的跟随可能有助于我们的判断，假如美国通胀持续走高、财政刺激计划落地的话，这将拉动我国外贸需求和大宗商品价格。

**股票或成优选。**现在一个可以确定的事情是，如果内需向好，股市走牛的话，根据往年牛市股票收益超过商品的规律，今年股市的收益将超过商品，但如果由于内需疲弱而导致商品暴跌的话，股市肯定也不会好到哪里去，但股市的抗跌性相对于商品将更强，届时债市仍将成为避风港。所以今年存在两种可能性，一是股市>商品>债券，二是债券>股市>债券，这么来看，似乎买股票成为了最好的选择。

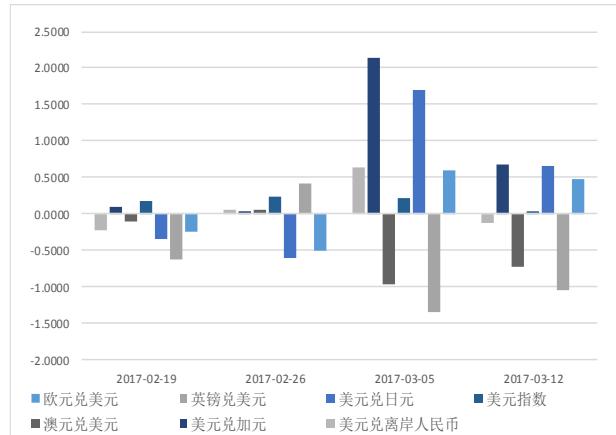
## 【本周全球大类资产表现】

2017年3月11日

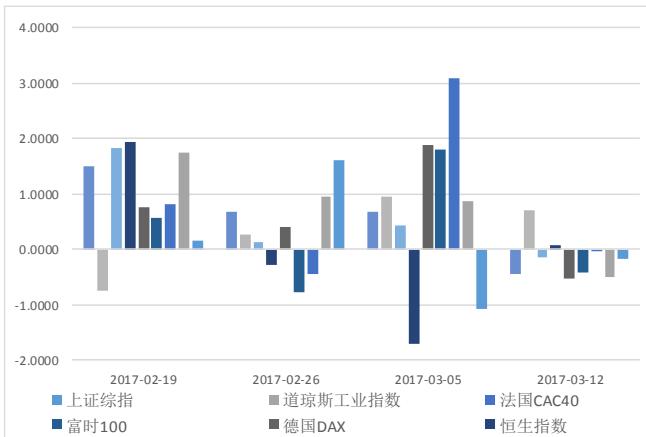
### 主要大宗商品涨跌幅



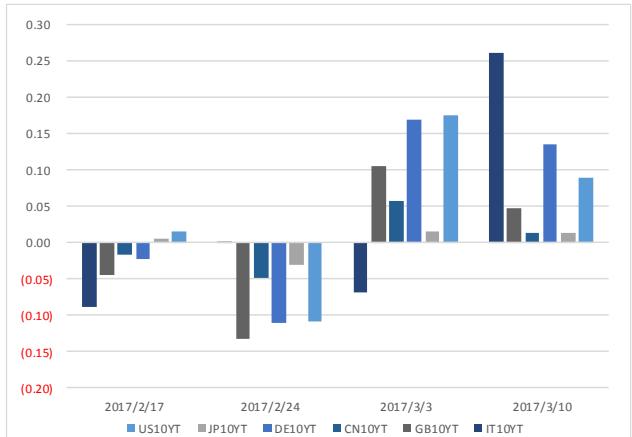
### 全球主要货币对涨跌幅



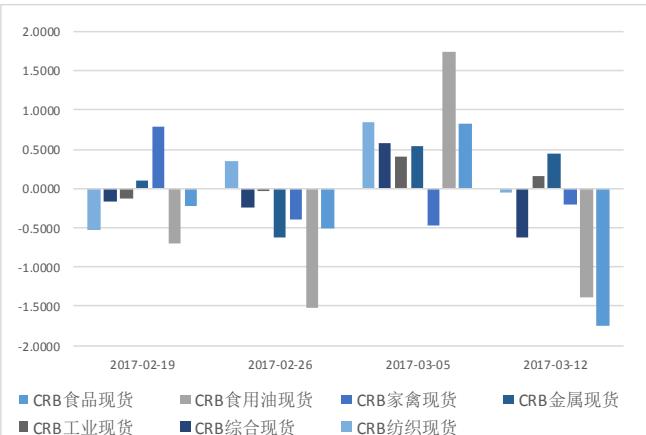
### 全球股指涨跌幅



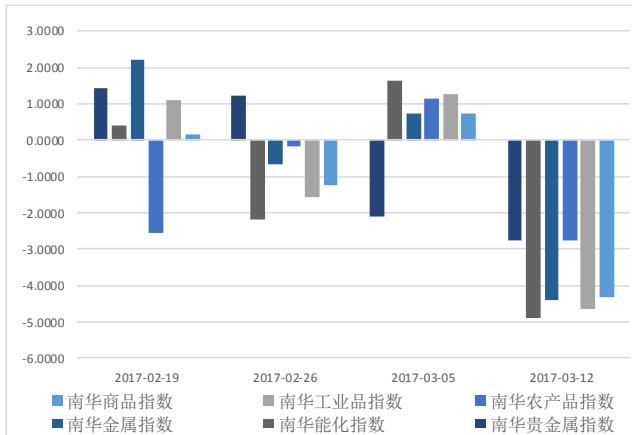
### 全球债市涨跌基点



### CRB指数涨跌幅



### 南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室 哈尔滨市香坊区中山路93号201、801、804、811室  
电话: 0571-83869601 电话: 0451-58896600

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室  
电话: 0576-88539900

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盈商务广场1801  
电话: 0577-89971820

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902  
电话: 0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话: 0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼  
电话: 0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼  
电话: 0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室  
电话: 0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号  
电话: 028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号  
金地商务大厦11楼001号  
电话: 0931-8805310

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座  
大连期货大厦第34层3401、3410号  
电话: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室  
电话: 010-63155309

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室  
永康市丽州中路63号11楼  
电话: 010-63161286 电话: 0579-89292777

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号201、801、804、811室  
电话: 0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室  
电话: 0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室  
电话: 0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室  
电话: 024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座802  
电话: 022-88371079

### 上海分公司

中国(上海)自由贸易试验区松林路300号1701室  
电话: 02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层  
电话: 021-68400692

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼  
电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室  
电话: 0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室  
电话: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座717房、718房  
电话: 020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室  
电话: 0553-3880211

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3  
电话: 023-62611626

### 永康营业部

永康市丽州中路63号11楼  
电话: 0579-89292777

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室  
电话: 0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室  
电话: 0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层  
电话: 0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路238号广隆财富中心301、302、312、313室  
电话: 0573-80703000

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层  
3232、3233、3234、3235室  
电话: 0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室  
电话: 0512-87660825

**南通营业部**

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室  
电话: 0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道96号之二2104-2107室  
电话: 0592-2120366

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式  
电话: 0754-89980339

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室(第14层)

电话: 0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路208号2楼  
电话: 0574-85201116

## 免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)