



基于中美经济周期差的配置策略

摘要

本轮经济周期中国落后于欧美的三个主要表现：

通胀相对于欧美处于下降的趋势。从2016年4月开始，中国相对于美国和欧元区，CPI同比其实一直处于一个下滑的态势，这在2000年以来的几轮经济复苏周期中是没有出现过的，这很大程度上意味着实体经济的低迷程度要高于我们的预期。

美国消费稳定增长，投资大幅回暖。16年四季度，美国个人消费环比保持平稳，环比增长3%，与三季度持平，私人投资环比出现一个较大幅度的反弹，增速达9.2%，创近两年新高。在消费平稳的情况下，投资回暖是美国经济加速复苏的一个表现。

国内投资出现结构分化、消费增长超预期下滑。1-2月投资增速的上升和消费的下滑形成一个较为鲜明的对比，消费增长有重新落后于投资的趋势。投资出现结构分化，消费增长超预期下滑，这说明目前国内的经济还远没有到全面复苏的情况，而出口的增长则依赖于发达国家的经济复苏，这是我们判断本轮经济周期落后于美国的另一个依据。

基于经济周期差的配置策略：

A股相对配置价值仍然较低。2016年发达市场股市的表现均好于A股，从历史情况来看，基本上A股表现好于美股的时候都是在经济过热和央行大放水的年份，这两种情况在2017年出现的可能性很低，所以我们不排除A股在2017年上涨的可能性，但是从全球的角度来看，A股的相对表现可能仍然是比较差的。

债券收益率仍会向上调整。2017年，从通胀上行和美联储的态度来看，两次加息是至少的，而目前2年期美国国债收益率才不到1.3%，10年期国债收益率才2.5%，这意味着美联储再加2次息，联邦基金目标利率就超过2年期国债利率了。所以我们认为美国中长期国债收益率还会继续向上调整，这也意味着国内债券市场还会进一步调整。

楼市上涨周期已近尾声。2015年5月至今的这波上涨已经持续了20个月，在2017年去杠杆防风险以及货币政策收紧的情况下，楼市上涨已近尾声了，这在环比涨幅上也表现得比较明显。

商品仍有做多机会，但建议套利或对冲。在国内基建和房地产投资超预期和欧美经济复苏的情况下，CRB和南华综指仍然有上涨的空间，与此同时，调整和做空的机会也同样存在，我们判断2017年国内商品市场的震荡性会更强，建议投资者做套利或者对冲策略，而非单边投机。

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

基于中美经济周期差的配置策略

上周的报告中我们提到了国内此轮经济复苏的迷惑性，如果将其视为对美国复苏周期的跟随，可能是一个更好的角度。在本周报告中，我们将进一步讨论这个问题以及相应的资产配置策略。

一、此轮经济周期中国落后于欧美的三个主要表现

通胀相对于欧美处于下降的趋势。我们简单用中国每月的CPI同比增速减去美国和欧元区的CPI同比增速可以发现，从2016年4月开始，中国相对于美国和欧元区，CPI同比其实一直处于一个下滑的态势，相对于美国下滑的幅度更大，而且2017年2月份CPI意外地下探到0.8%，导致中国和欧美的CPI差值降至2009年以来的新低，这在2000年以来的几轮经济复苏周期中是没有出现过的，包括2004~2005年、2006~2007年、2009~2010年，这几个复苏周期里面中国的通胀相对于美国和欧元区都是大幅上升的情况。特别是2016年南华商品综合指数上涨了51%，而CRB综合指数只上涨了13%，南华指数相对于CRB指数上涨了这么多，而国内CPI相对发达国家反而是在下降的，这是一个很不寻常的情况，这很大程度上意味着实体经济的低迷程度要高于我们的预期。

那么这种情况会持续多长的时间？由于美国的通胀里面石油价格占了较高比重，从16年12月开始，石油价格同比增速开始飙升至44%，17年1、2月份分别达到80%和75%，如果石油价格维持在50-60美元的水平，则4月份之后油价同比会有所回落，但17年12月份之前，石油价格的同比增速都将维持在正增长的水平；如果油价下滑至50美元以下，那么美国通胀在下半年会很快回落；如果油价超过60美元，则此轮通胀会持续更长时间。而且从通胀和失业率的历史关系来看，当失业率小于5%的时候，通胀大概率会位于2%-4%之间，而目前美国CPI同比已经达到2.7%，所以我们预计美国CPI上升到3%到4%之间的概率是比较高的。

中国方面，由于2016年食品价格的异常情况，而且16年猪肉和蔬菜价格基本到下半年才有较大幅度的回落，所以会对17年上半年的通胀形成较强的抑制作用，进一步地也会抑制劳动力成本的抬升，所以目前来看国内的通胀不那么乐观。我们预计国内通胀相对于欧美下降的情况会持续3个月到半年左右的时间。

图1、中国相对欧美的通胀增速



图2、南华和CRB指数走势对比



图3、石油价格同比和美国CPI同比的对比

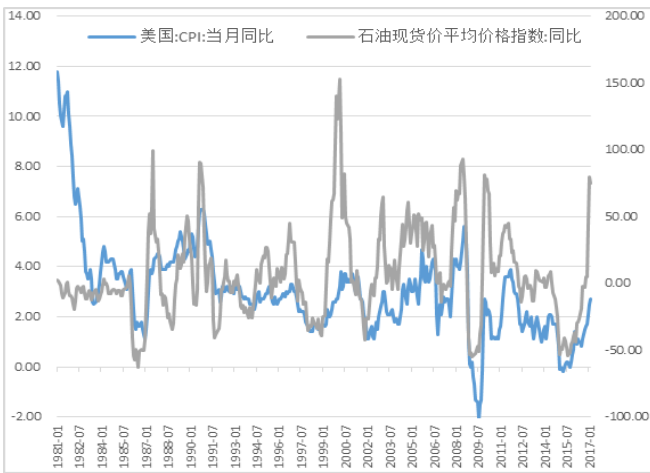


图4、石油价格同比增长预测

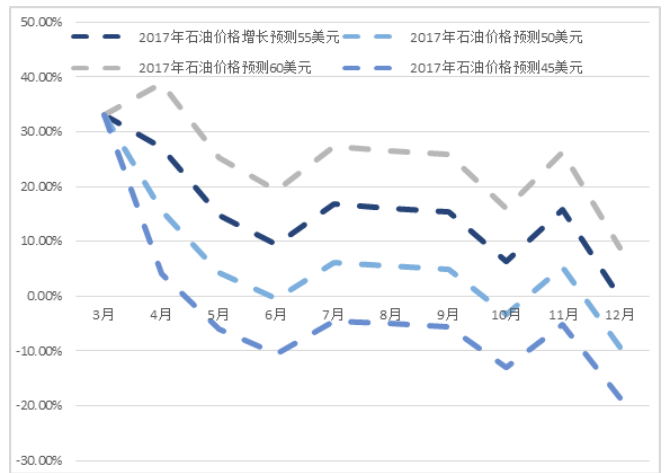


图5、美国通胀和失业率分布区间 (通胀 X 轴)

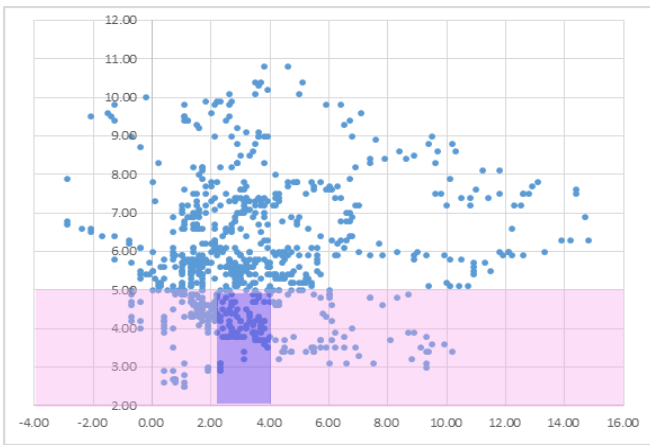
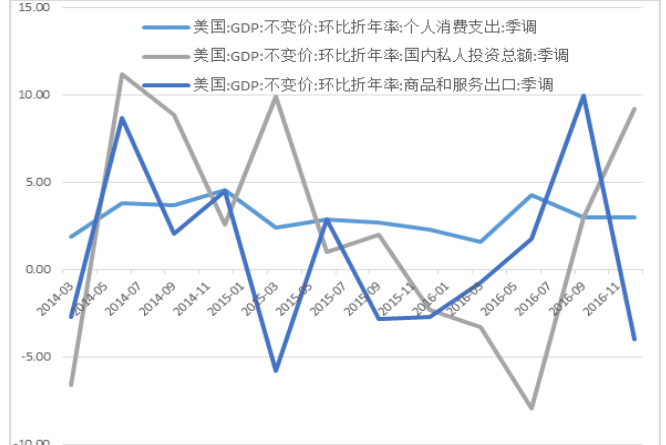


图6、美国GDP分项增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

美国消费稳定增长，投资大幅回暖。美国方面，近年来其经济小幅复苏主要是依靠消费的支撑，投资和出口时常出现拖后腿的情况，16年四季度，美国个人消费环比保持平稳，环比增长3%，与三季度持平，私人投资环比出现一个较大幅度的反弹，增速达9.2%，创近两年新高，出口受美元大幅升值影响环比下降4%，也是创近两年新低。总体来看，在消费平稳的情况下，投资回暖是美国经济加速复苏的一个表现。

国内投资出现结构化、消费增长超预期下滑。从1、2月的投资增速来看，固定资产投资同比增长8.9%，比去年同期下降1.3个百分点，但创8个月新高；房地产投资同比增长8.9%，比去年同期高5.9个百分点，增速创两年新高；民间固定资产投资同比增长6.7%，比去年同期下降0.17个百分点；基建投资同比增长21.56%，比去年同期高5.55个百分点。行业方面，20个行业里，仅有7个行业实现投资增速同比增加，包括采矿业、交通运输业、铁路运输业、住宿餐饮业、房地产业、水利等公共设施管理业和文娱行业，其他诸如农业、制造业、建筑业、零售业、信息业、科研技术服务等行业投资均出现下滑。总体来看，投资下降的

行业多于投资上升的行业，投资结构出现分化，很显然原材料价格的上涨和基建地产投资并没有对其他行业形成广泛的带动作用，尤其采矿业投资大幅上升和制造业投资下滑是不太乐观的事情。

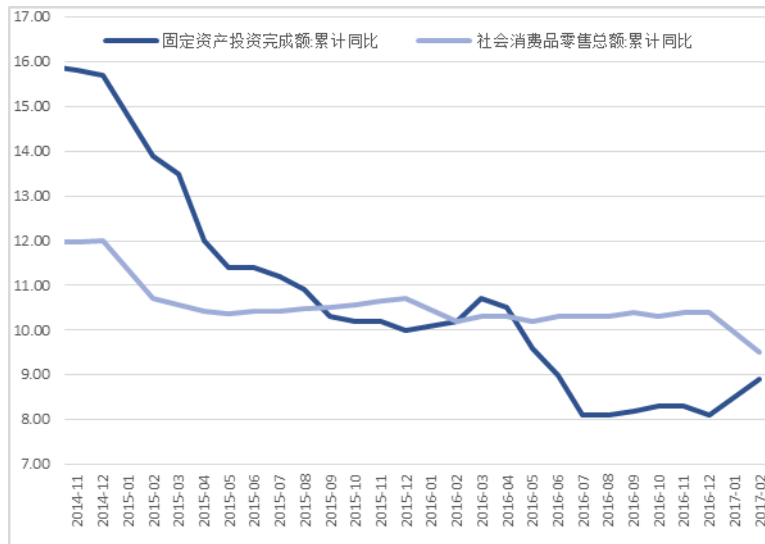
除了投资之外，1-2月社会消费品零售总额同比仅增长9.5%，增速创2003年12月以来新低，比去年同期下降0.7个百分点，这是近两年一个很大幅度的变化。1-2月投资增速的上升和消费的下滑形成一个较为鲜明的对比，投资增速是8.9%，消费增速是9.5%，消费增长有重新落后于投资的趋势。而且解释为汽车消费增速下滑也不具有说服力，因为16年的社会零售增速与15年相比并没有增加，相反是下滑的，如果说消费增速只是因为汽车消费增速下降而下降，那么去年的消费增速因为汽车购置优惠的刺激也应该高于前年增速才对，但是与此相反，16年以来消费增速是一个持续下滑的态势。

投资出现结构分化，消费增长超预期下滑，这说明目前国内的经济还远没有到全面复苏的情况，而出口的增长则依赖于发达国家的经济复苏，这是我们判断此轮经济周期落后于美国的另一个依据。

表 1、2017 年 1-2 月各行业投资增速同比增减情况

指标名称	2017-02	2016-02	同比增减情况
农、林、牧、渔业	15.00	33.90	(18.90)
采矿业	4.10	-29.50	33.60
制造业	4.30	7.50	(3.20)
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	0.90	18.50	(17.60)
建筑业	-37.30	6.80	(44.10)
批发和零售业	-0.60	3.50	(4.10)
交通运输、仓储和邮政业	18.80	4.80	14.00
铁路运输业	12.10	-13.00	25.10
住宿和餐饮业	-2.80	-9.50	6.70
信息传输、软件和信息技术服务业	13.40	25.40	(12.00)
金融业	-39.10	9.60	(48.70)
房地产业	7.10	4.80	2.30
租赁和商务服务业	8.60	57.50	(48.90)
科学研究、技术服务和地质勘查业	11.70	23.20	(11.50)
水利、环境和公共设施管理业	33.60	26.60	7.00
居民服务、修理和其他服务业	6.40	29.40	(23.00)
教育	16.00	30.00	(14.00)
卫生和社会工作	18.90	20.80	(1.90)
文化、体育和娱乐业	15.10	1.50	13.60
公共管理、社会保障和社会组织	-11.50	39.20	(50.70)

图 7、近两年消费和投资增速的对比



二、基于经济周期差的配置策略

A股相对配置价值仍然较低。 股市方面，从2016年至今的表现来看，A股全年下跌了12%，道琼斯工业指数上涨了13%，如果计入人民币贬值的话，2016年A股的跌幅其实达到了18%，沪深300和标普500相比的情况也是差不多的。其他发达市场如富时100、德国DAX和日经指数，不计入汇率的话三者的涨幅分别为4%、5%和2%，计入汇率则是-5%、3%和3%，德国和日本股市的表现还可以，尤其经汇率调整的日经指数与道琼斯指数有很强的相关性。总之，2016年发达市场股市的表现均好于A股，这是否意味着A股存在向上调整的空间呢？我们不这么认为，从历史情况来看，基本上A股表现好于美股的时候都是在经济过热和央行大放水的年份，这两种情况在2017年出现的可能性很低，无论是从通胀还是从货币政策的角度来看都是如此，所以我们不排除A股在2017年上涨的可能性，但是从全球的角度来看，A股的相对表现可能仍然是比较差的。

图8、上证综指和道琼斯指数历年涨跌幅对比

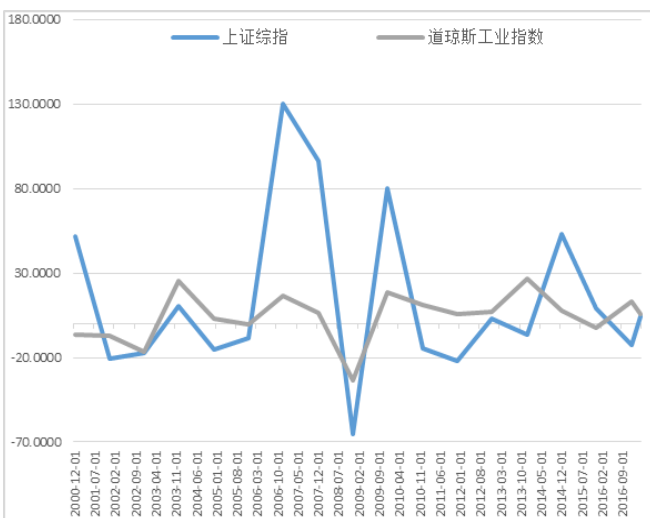


图9、上证综合和道琼斯工业指数对比（经汇率调整）



图 10、发达国家股指表现（经汇率调整）



图 11、中美 10 年国债利率和利差走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

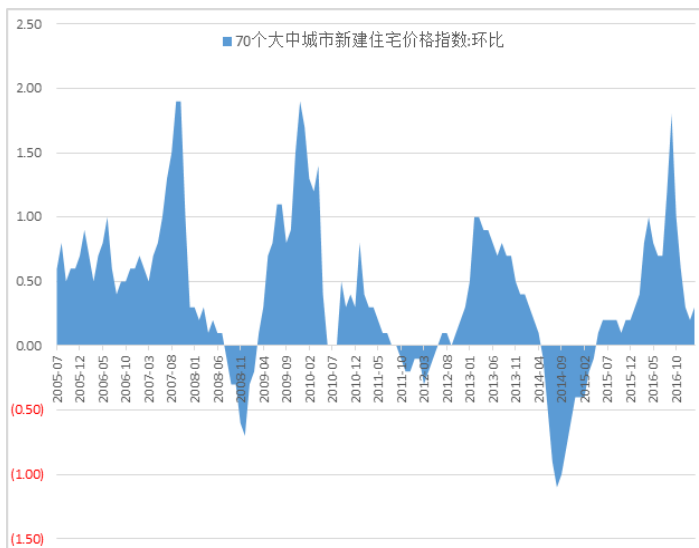
债券收益率仍会向上调整。2016 年至今我们已经看到了中国国债收益率和美国国债的较强相关性，这一方面是由于全球债券市场的联动性，另一方面是因为包括中国在内的全球央行货币政策在逐渐转向。而且相对于美债走势，国内债券市场有一定的滞后性，这其实给了债券投资者很强的参考作用。去年四季度在美联储加息之前，无论是做空美债还是做空国债，还是做空两者的利差都会有不错的收益。

2017 年，从通胀上行和美联储的态度来看，两次加息是至少的，而目前 2 年期美国国债收益率才不到 1.3%，10 年期国债收益率才 2.5%，这意味着美联储再加 2 次息，联邦基金目标利率就超过 2 年期国债利率了。所以我们认为美国中长期国债收益率还会继续向上调整，这也意味着国内债券市场还会进一步调整。

楼市上涨周期已近尾声。除了股市和债市之外，大宗商品和房地产市场是 2016 年中国表现好于国际的两个市场。2017 年，房地产投资我们认为没有机会了，一个是因为楼市的调控，另一个房地产市场也是有周期的，我们计算了 2009 年至今三个房地产上涨周期的持续时间，以环比涨幅大于 0 为标准，2009 年 3 月-2011 年 9 月楼市上涨的持续时间是 29 个月，2012 年 6 月-2014 年 4 月的持续时间是 22 个月，而 2015 年 5 月至今的这波上涨已经持续了 20 个月了，在 2017 年去杠杆防风险以及货币政策收紧的情况下，楼市上涨已近尾声，这在环比涨幅上也表现得比较明显。

商品仍有做多机会，但建议套利或对冲。在国内基建和房地产投资超预期和欧美经济复苏的情况下，CRB 和南华综指仍然有上涨的空间。一方面，国际商品上涨的时候，国内相关商品也会上涨，另一方面，国内供给侧改革和环保政策所导致的预期作用和供需错配会使得商品存在阶段性的做多机会，与此同时，调整和做空的机会也同样存在，我们判断 2017 年国内商品市场的震荡性会更强，建议投资者做套利或者对冲策略，而非单边投机。

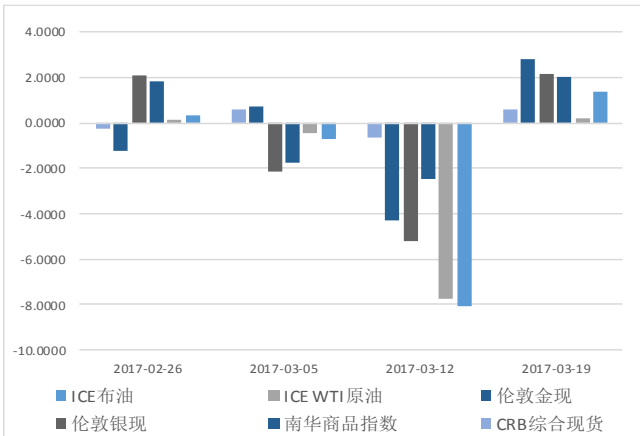
图 12、70 大中城市新建住宅价格指数环比走势



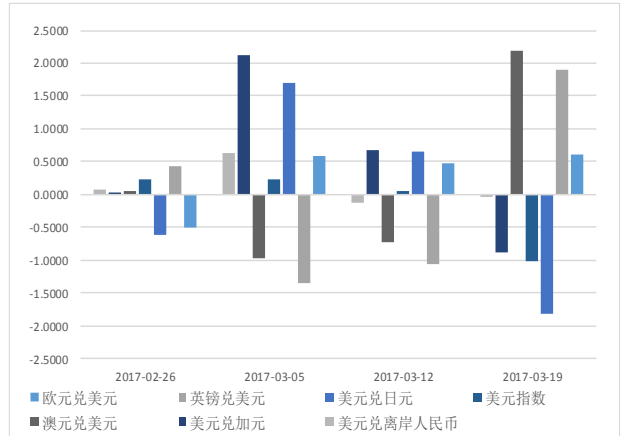
【本周全球大类资产表现】

2017年3月18日

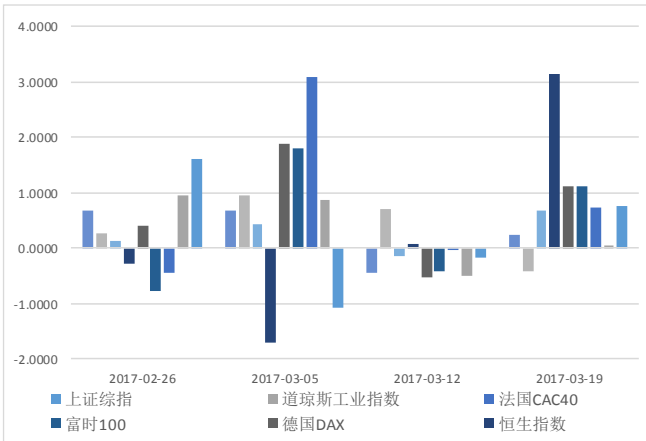
主要大宗商品涨跌幅



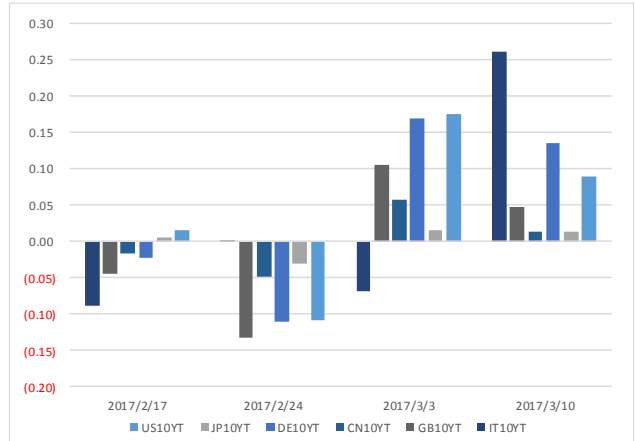
全球主要货币对涨跌幅



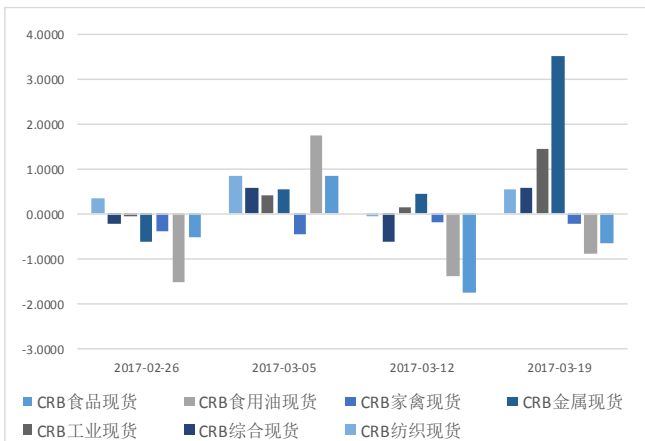
全球股指涨跌幅



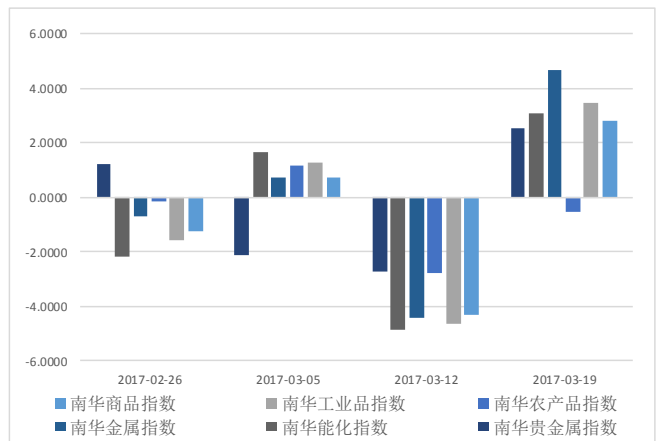
全球债市涨跌基点



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
电话: 0571-83869601

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号华盟商务广场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
电话: 010-63161286

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

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场15层1号、2号
电话：0452-5883883

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

免责声明

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