

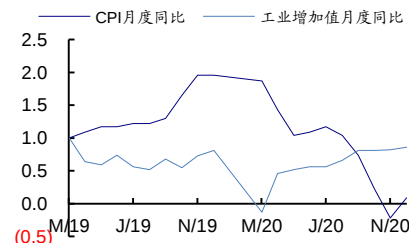
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观深度报告

2021年03月22日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	35.00
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	-20.70
M2	10.10

相关研究报告:

《宏观专题报告: 2021年CPI、PPI预测逻辑与结论》——2021-01-14
 《宏观专题报告: 拜登基建, 道阻且长》——2021-03-17
 《宏观专题报告: 透过幻影, 看破真相——基数扰动下的经济景气度识别》——2021-03-09
 《“利率-利差”轮盘下的“风林火山”配置策略(一)》——2021-03-15
 《宏观专题报告: CPI基期轮换带来的权重变动分析》——2021-02-22

证券分析师: 王开

电话: 021-60933132
 E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521030001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

宏观专题

“利率-利差”轮盘下的风险资产配置策略(二) 中国篇

● 中国“利率-利差”轮盘下的股票和商品大势复盘

笔者根据利率、利差的升降组合, 将国内市场“利率-利差”组合分为四个象限(一象限同升, 二象限利率降+利差升, 三象限同降, 四象限利率升+利差降)。大势方面选择沪深300指数和南华综合指数, 结果显示: (1) 风险资产(股票和商品)在历史中行情的平均排序均为: 第一象限>第四象限>第三象限>第二象限。(2) 考虑到三、四象限股票震荡市占比较高, 将牛、熊、震荡市的“三分法”简化为牛、熊市的“二分法”, 上述排序更加显著。

● 中国“利率-利差”轮盘下的股票、商品结构项分析

结构方面, 股市选择中信风格指数, 商品选择南华、中国大宗商品价格的子项指数交互验证, 结果显示: (1) 第三、四象限信用利差收窄的对应 risk-on 的环境, 创业板经验上跑赢主板。(2) 利差上升的大环境下, 利率走势决定了进攻板块还是防御板块占优。(3) 利差下降的大环境下, 利率走高或者走低对板块排序影响并不算大。(4) 对角线上的两个板块, 商品表现略有相似之处。

● 中国和海外市场“利率-利差”轮盘对比

对比上篇美国市场四个象限中各类资产的走势, 中、美风险资产在大势上的排名具有一致性, 分歧之处主要存在结构中。(1) 两国市场第一象限出现的时间概率均为最短, 中国市场各阶段时间占比较美国相对匀称些。(2) 鉴于美股长期牛市的特殊体质, 美国各象限股市录得牛、熊概率的方向较中国更明晰, 中国牛熊比例分歧较美国低, 且出现震荡市的概率较美国更高。(3) 中国、美国风险资产在四象限内综合排名的顺序是相同的。(4) 两国不同板块股票市场、不同品种商品分项四象限表现各有不同, 是指数编制、商品定价权的差异, 笔者在此不作过度解读。

● 对投资的启示

每一象限的投资结论不求面面俱到, 重点还是把握确定性高、经验胜率强的主线。(1) 有参考价值的象限: 第一、二象限中牛、熊市的概率分化较清晰, 风险资产的进攻和撤退可以“动如雷霆”。第三、四象限中股票市场出现震荡市的概率较高, 区间内资产价格由盛入衰, 或由衰入盛的时点较难把控, 行情“难知如阴”, 建议多看少动。(2) 有参考价值的板块: 五类风格指数中, 周期和稳定板块较有参考意义。后续文章中笔者将重点探讨中国市场语境下, “利率-利差”框架和经济基本面标尺框定的、更高胜率的投资策略。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

“利率-利差”拐点在中国市场的划分	4
中国“利率-利差”轮盘下的股票和商品大势复盘.....	5
中国“利率-利差”轮盘下的股票、商品结构项分析.....	9
四象限下国内各风格股市回报复盘和排序.....	9
中国和美国市场的“利率-利差”轮盘对比	12
国信证券投资评级.....	15
分析师承诺	15
风险提示	15
证券投资咨询业务的说明	15

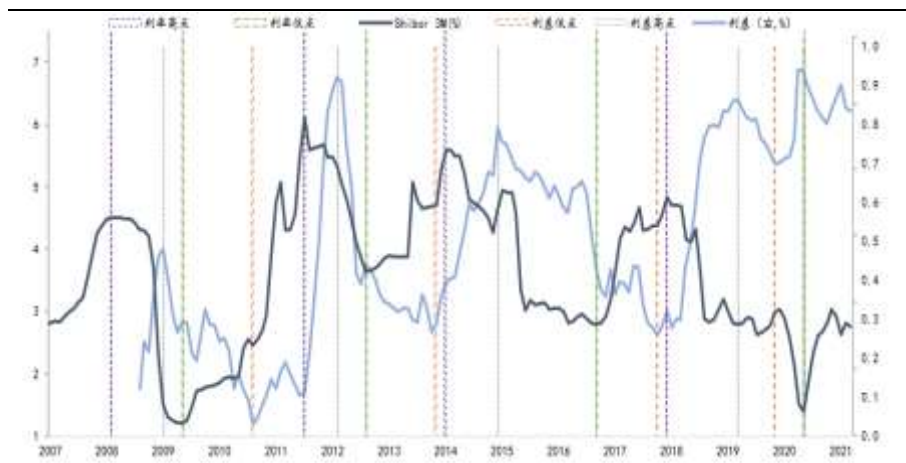
图表目录

图 1: 中国利率、利差的高点拐点划分	4
图 2: 中国市场“利率-利差”四阶段的划分	5
图 3: 中国市场“利率-利差”四阶段下股市和商品市场复盘	5
图 4: “利率-利差”框架下中国股市和商品市场胜率的复盘	7
图 5: 中国“利率降+利差升”阶段的股市、商品复盘（第二象限）	8
图 6: 中国“利率升+利差升”阶段的股市、商品复盘（第一象限）	8
图 7: 中国“利率升+利差降”阶段的股市、商品复盘（第四象限）	9
图 8: 中国“利率降+利差降”阶段的股市、商品复盘（第三象限）	9
图 9: 不同风格股票指数结构行情在四类组合下的复盘和经验排序	10
图 10: 四象限下五类中信风格指数回报情况分析	10
图 11: 四阶段下各明细类商品行情复盘和经验排序	11
图 12: 利率和利差反向变动时工业品跑赢农产品	11
图 13: 中国股票、商品胜率轮盘（2008 至今）	12
图 14: 美国股票、商品胜率轮盘（1997 至今）	12
图 15: 中国四象限下各风格股票配置轮盘（2008 至今）	13
图 16: 美国四象限下各风格股票配置轮盘（1997 至今）	13
图 17: 中国四象限下各类商品轮盘（2008 至今）	13
图 18: 美国四象限下各类商品轮盘（1997 至今）	13
表 1: 中国不同阶段的“利率-利差”组合以及股市、商品行情复盘	6
表 2: 不同“利率-利差”组合下大类资产行情概率分布	7
表 3: 牛、熊“二分法”中各组合对应的股市、商品行情	8

“利率-利差”拐点在中国市场的划分

在“利率-利差”系列第一篇文章中，笔者对美国为代表的海外市场进行了“利率-利差”拐点的划分，归类为四个组合，分析各阶段股票、商品大势和结构上的行情演变规律，最终总结出“风林火山”的投资规律。在本篇文章中，笔者尝试对中国市场“利率-利差”阶段下风险资产的投资规律进行复盘，并尝试总结经验以应用于投资实践。

图 1：中国利率、利差的高点拐点划分

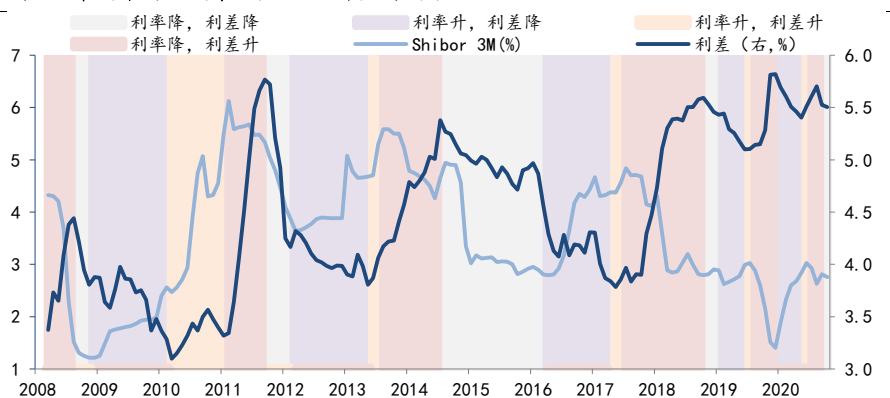


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

首先是指标的选取，中国市场的利率指标采用 3 个月期 SHIBOR 利率，既可以规避隔夜、七天品种利率的高波动，又不至于陷入十年期期限过长、明显超出存续债券和持仓久期的问题；利差方面，本文参照债券大体期限、以及尽可能多涵盖信用违约风险，选取 5 年期、A+ 级别的企业债，与同期限国开债收益率间作差，作为中国市场信用利差的衡量标准。数据起始时间为 2008 年 10 月，由于国内债券收益率长期呈现“箱体震荡”且数据时长有限，并没有类似美国市场长期收益率下行趋势，因此拐点探寻也相对容易，笔者并未对原数据进行移动平滑处理，所选依据为日度收盘价的月度均值。

划分结果如图 2 所示。（1）中国四阶段的轮转规律较海外市场更加鲜明：除了疫情期间出现过“利率降+利差升”到“利率升+利差降”的直接切换外，历次每一轮完整的周期都先后遍历了四个组合阶段。这是由于中国债券市场信用溢价更多反映的是流动性溢价，在 2018 年信用债频繁暴雷之前更是如此，因此利率到信用利差传导像四时轮转一般是有序的，国内市场利率和利差峰值、低谷的拐点重合现象也明显少于美国。（2）然而，这类划分方式有一个弊端，即近期数据辨识度不高。历史全样本复盘能看到完整的周期轮廓，自然容易区分拐点，但临近期间中，如利差连续几个月上升过程中突然出现一个月案例的下降，是上升过程中短期的回落（噪声），还是真实的趋势性信号（拐点），依照线性外推无从判断。从图 2 的划分结果也能发现，临近期末的切换频率变高，是样本内数据“盲区”所致。结合高频的利率、利差数据，与基本面货币和信用、通胀与产出的交互验证是后续文章讨论的方向，本篇不做赘述。

图 2: 中国市场“利率-利差”四阶段的划分



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中国“利率-利差”轮盘下的股票和商品大势复盘

在划分好中国市场“利率-利差”组合下四阶段后，笔者复盘各阶段股票和商品类资产价格变动规律。大势方面，笔者选择的综合类指数为沪深 300 指数和南华综合指数，所选区间内虽然股市整体也是呈现上涨趋势，但高低回落的趋势还是很明显的，这点比美国股市长期牛市的状态，不容易产生“精准的失误”。每个组合区间内的序列如表 1 所示，牛市、熊市和震荡市的划分除了定性观测，还以每一阶段收盘较开盘时价格 $\pm 5\%$ 为标出，区分牛市（区间内明显上涨趋势，收盘价较开盘价上涨超出 5%）、熊市（区间内明显下跌趋势，收盘价较开盘价下跌超出 5%）、震荡市（区间内没有明显涨跌趋势，先抑后扬或者先涨后跌，起始价格变动幅度在 $\pm 5\%$ 范围内）。

图 3: 中国市场“利率-利差”四阶段下股市和商品市场复盘



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中国的四阶段出现的时间概率相较美国更为匀称。除了第一象限“利率升+利差升”仅占 10.66%外，二象限“利率降+利差升”、三象限“利率降+利差降”、四象限“利率升+利差降”分别占了 24.29%、31.89%和 33.16%的比重。处在利差下降的时点更长，信用利差的急速抬升往往是事件型的扩散外溢，如历史中三次信用利差大幅抬升发生在 2008 年金融危机、2014 年超日债打破刚兑、2020 年新冠疫情初期，虽然短期内利差已较快的斜率抬升，但随后往往有一个很缓的下降坡道，耗时相对较长。

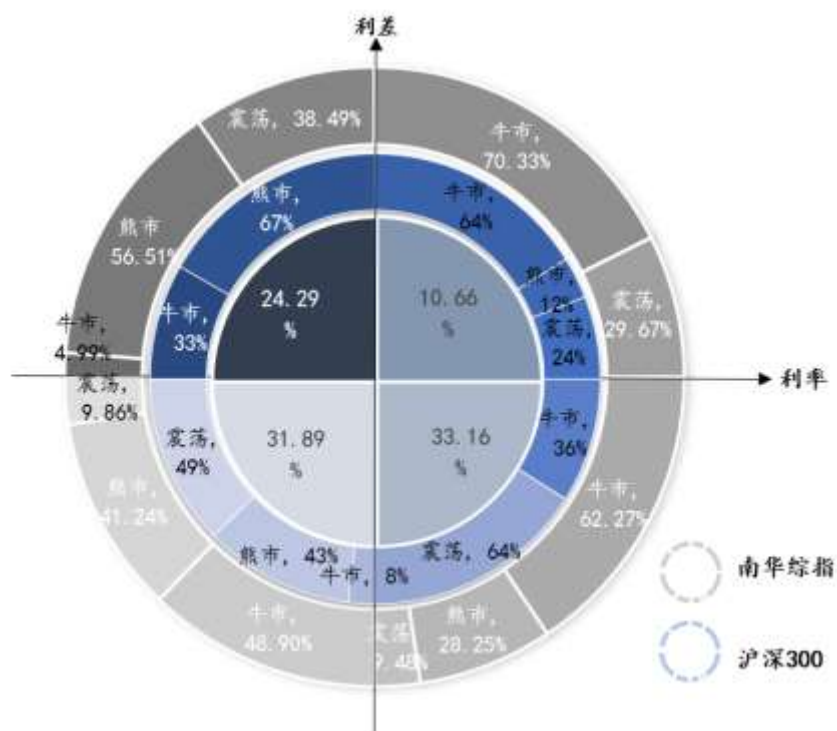
表 1: 中国不同阶段的“利率-利差”组合以及股市、商品行情复盘

起点	终点	阶段	股市	商品	股票行情					商品行情				
					开盘	收盘	最高	最低	区间回报	开盘	收盘	最高	最低	区间回报
2021-02	2021-03	利率降+利差降	熊市	震荡市	5559	5178	5559	5178	-6.86%	1748	1792	1792	1748	2.54%
2020-12	2021-02	利率降+利差升	牛市	牛市	5018	5559	5559	5018	10.79%	1611	1748	1748	1611	8.47%
2020-11	2020-12	利率升+利差升	震荡市	牛市	4905	5018	5018	4905	2.30%	1492	1611	1611	1492	8.04%
2020-05	2020-11	利率升+利差降	牛市	牛市	3910	4905	4905	3910	25.45%	1367	1492	1497	1367	9.11%
2020-01	2020-05	利率降+利差升	熊市	熊市	4145	3910	4145	3803	-5.69%	1524	1367	1524	1309	-10.33%
2019-12	2020-01	利率升+利差升	震荡市	震荡市	3962	4145	4145	3962	4.63%	1509	1524	1524	1509	0.99%
2019-07	2019-12	利率升+利差降	震荡市	震荡市	3834	3962	3962	3736	3.33%	1494	1509	1509	1455	1.03%
2019-03	2019-07	利率降+利差降	震荡市	震荡市	3777	3834	4014	3660	1.52%	1427	1494	1494	1427	4.68%
2017-12	2019-03	利率升+利差升	熊市	震荡市	4024	3777	4247	3113	-6.15%	1404	1427	1461	1341	1.63%
2017-10	2017-12	利率升+利差升	震荡市	震荡市	3943	4024	4081	3943	2.04%	1353	1404	1404	1353	3.79%
2016-09	2017-10	利率升+利差降	牛市	牛市	3279	3943	3943	3279	20.26%	1092	1353	1425	1092	23.86%
2014-12	2016-09	利率降+利差降	震荡市	牛市	3247	3279	4990	2998	0.98%	992	1092	1108	834	10.11%
2014-01	2014-12	利率降+利差升	牛市	熊市	2224	3247	3247	2147	46.01%	1178	992	1178	992	-15.80%
2013-11	2014-01	利率升+利差升	熊市	震荡市	2376	2224	2376	2224	-6.39%	1230	1178	1230	1178	-4.23%
2012-08	2013-11	利率升+利差降	震荡市	熊市	2317	2376	2690	2211	2.56%	1304	1230	1384	1198	-5.67%
2012-02	2013-11	利率降+利差降	熊市	熊市	2550	2376	2637	2317	-6.85%	1403	1230	1413	1297	-12.31%
2011-07	2012-02	利率降+利差升	熊市	熊市	3070	2550	3070	2405	-16.93%	1544	1403	1544	1329	-9.16%
2010-08	2011-07	利率升+利差升	牛市	牛市	2887	3070	3318	2887	6.35%	1342	1544	1638	1342	15.11%
2009-05	2010-07	利率升+利差降	震荡市	牛市	2770	2686	3530	2686	-3.04%	1123	1270	1405	1123	13.12%
2009-01	2009-05	利率降+利差降	牛市	牛市	1960	2770	2770	1960	41.36%	942	1123	1123	942	19.22%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

为了更加直观总结每一种组合中投资国内股市、商品赚钱的概率，笔者按照时间加权计算概率的方法，将投资胜率以四象限轮盘的形式呈现，划分结果如表 2 和图 4 所示。从结果上看，选择一象限、规避二象限的策略较为明确：第一象限“利率升+利差升”股市录得牛市的概率为 64%，商品录得牛市的概率为 70%，在四类组合中皆为最高，第二象限“利率降+利差升”股市、商品录得熊市的概率分别为 67%和 57%，皆为四个象限中最高。第三象限和第四象限中，股市和商品市场的回报情况介于一、二象限之间，整体看四象限表现（股市有 36%的概率录得牛市，商品有 62%的概率录得牛市）优于三象限（股市有 8%概率录得牛市，商品有 49%的概率录得牛市）。因此无论股市还是商品市场，历史中行情的平均排序均为：第一象限>第四象限>第三象限>第二象限。

图 4：“利率-利差”框架下中国股市和商品市场胜率的复盘



数据来源：万得，国信证券经济研究所整理；内环为各阶段出现的概率，中环为沪深 300 指数在各阶段录得各行情的概率，外环为南华综指录得各行情的概率，概率均按时间加权。

表 2：不同“利率-利差”组合下大类资产行情概率分布

组合	概率	时间加权概率	行情	时间加权概率	
				股市	商品
利率降，利差升	20.0%	24.0%	牛市	33.2%	5.0%
			熊市	66.8%	56.5%
			震荡市	0.0%	38.5%
双升	20.0%	26.7%	牛市	64.4%	70.3%
			熊市	11.9%	0.0%
			震荡市	23.7%	29.7%
利率升，利差降	20.0%	24.0%	牛市	35.9%	62.3%
			熊市	0.0%	28.3%
			震荡市	64.1%	9.5%
双降	20.0%	25.3%	牛市	7.7%	48.9%
			熊市	43.2%	41.2%
			震荡市	49.0%	9.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在第三、第四象限中，股市出现震荡市的概率占了近 50%及以上，商品市场在第一、第二象限中表现为震荡市的概率也占了 30%及以上。为了更清晰看出市场相对走势，笔者将牛市、熊市、震荡市的“三分法”简化为牛市、熊市的“二分法”，震荡市的案例中仅考虑从开盘到收盘收盘点位间是涨是跌，简化版划分如表 3 所示：

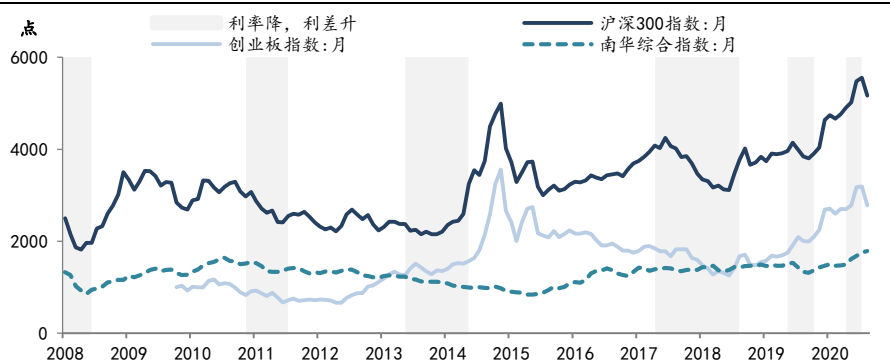
表 3: 牛、熊“二分法”中各组合对应的股市、商品行情

行情	利率降+利差降		利率升+利差降		利率升+利差升		利率降+利差升	
	股市	商品	股市	商品	股市	商品	股市	商品
牛市	56.9%	58.7%	73.6%	71.7%	88.2%	88.2%	33.4%	43.6%
熊市	43.1%	41.3%	26.4%	28.3%	11.8%	11.8%	66.6%	56.4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

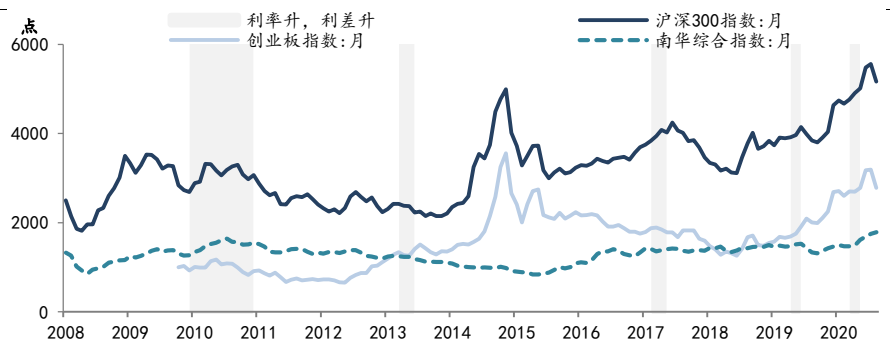
可以发现在牛、熊市“二分法”下第一、四象限相对第二、三象限的优势更加明显。第三、四象限股市的震荡行情中录得微幅上涨，第一、二象限中商品的震荡行情分也更接近牛市。综合考虑，上述排名倾向利率、利差双升的第一象限，规避第二、三象限是有道理的，各象限下股票、商品的实际走势复盘如下图 5~8 所示：

图 5: 中国“利率降+利差升”阶段的股市、商品复盘（第二象限）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 中国“利率升+利差升”阶段的股市、商品复盘（第一象限）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18820

