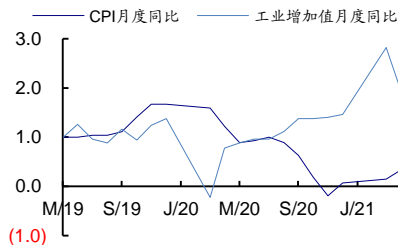


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	19.90
社零总额当月同比	17.70
出口当月同比	32.30
M2	8.10

相关研究报告:

《国信证券-宏观固收:历史同期分位数法研判金融数据》——2021-05-14
 《宏观专题报告:油钢“轮盘”》——2021-03-29
 《信用周期:从“二分法”到“三段论”》——2021-04-08
 《当金融数据遇到基期效应:三点化解思路》——2021-04-26
 《宏观专题报告:理论探讨系列——为什么经济增速与利率会同向运行?》——2021-04-08

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:李智能

电话:0755-22940456
 E-MAIL:lizn@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码:S0980516060001

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

免责声明:

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。

宏观专题

商品与股票轮动如何演绎

● 以股商比价等技术指标作为两类资产轮动的依据似乎效果不佳

技术指标方面,美股商品股市相对回报率的差值可以作为美股大行情切换的领先指标。但12个月均线、股商比价的均值加减一倍标准差等方法对拐点研判具有滞后性,只能用于后验确认。

● 商品对股市可以提示货币收紧,也是造成盈利与增长偏离的因素

商品价格对股票市场一个重要的作用即提示风险,其中的逻辑在于上游成本抬升会侵蚀下游利润。工业现货价格/当周失业人数的指标,分子的“通胀”和分母的“就业”正是美联储货币政策的双抓手,生产成本抬升、商品价格过热幅度超出失业率的潜在危害时美联储货币政策倾向收紧,美股估值被打压。商品对美股的另一重影响体现在股票盈利增速与经济增速的偏离上,原油等能源价格走高利于美股,但对经济增速影响有限。

● 我们预计经济基本面从滞胀到过热切换,股票的配置顺序先于商品

股票和商品同作为风险资产,大幅背离后往往会以一方的均值回归来弥补缺口。股弱商强是一种少见组合,多为滞胀的宏观映射,“滞胀”期间政策的取向导致了后市资产价格表现和基本面的走向。年初部分地区爆发疫情的特定因素已经出尽,我们预计经济回暖、中国美林时钟会从滞胀走向“经济回暖+通胀加速”过热的阶段,对应中国版美林时钟股票牛市概率由27.1%上升至59.3%,商品牛市概率转为37.6%,股票的确定性机会超过商品,商品的配置价值主要体现在降低组合波动率的属性。

内容目录

海外经验：商品是股票市场的风险指示器.....	4
国内市场：股票和商品的背离如何收场？.....	7
商品标配的作用：降低投资组合波动率.....	8
国信证券投资评级.....	10
分析师承诺.....	10
风险提示.....	10
证券投资咨询业务的说明.....	10

图表目录

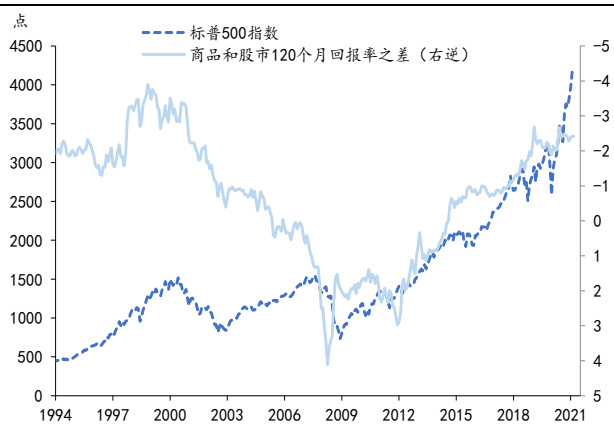
图 1: 商品和股票相对回报之差是股市行情切换的指标	4
图 2: 技术指标具有一定滞后性	4
图 3: 原材料价格是股市风险提示指标之一	4
图 4: 上游材料价格对股票的影响在于 EPS	4
图 5: 美股 EPS 增速和名义增速偏离多是受到油价的扰动	5
图 6: 美股和工业产值中能源类占比的分化	5
图 7: 美国商品和股市的分化起源于美联储扩表	6
图 8: 美联储资产与标普 500 的“常数论”	6
图 9: 金融危机后真实产出多数时刻低于潜在产出	6
图 10: 金融危机后库存周期景气中枢是下降的	6
图 11: 中国商品和股市大幅分歧后的收敛	7
图 12: 股跌商涨多发生在滞胀时期	7
图 13: 中国美林时钟四象限下商品和股票牛熊分布	8
图 14: 中国美林时钟四象限下各板块股票回报情况	8
图 15: 中国美林时钟复苏走向衰退中股商相关性变迁	9
图 16: 中国美林时钟四阶段下股市波动均强于商品	9
图 17: 中国股票和商品间结构“共振系数”	9
图 18: 美股和商品间的结构“共振系数”	9
表 1: 股跌商涨多发生在“经济回落+通胀上升”的阶段	7
表 2: 股跌商涨后 3 个月内资产价格和宏观数据变化	7

在大类资产配置中，探讨“股债跷跷板”、“商品和债券轮动”的框架屡见不鲜，但少有人探讨股票和商品两类资产的关系和权衡。股票和商品作为两类风险资产，变化方向、牛熊分布在 risk-on 或 risk-off 的风险情绪下变动方向类似，但幅度和波动率各有不同。本文探讨股票和商品间的联系与区别，从经济基本面出发，自上而下对股票和商品的配置顺序进行排序，确认美林时钟四时轮转中股票和商品的相对优势。本文中选取的商品价格均为现货，商品期货不在此篇探讨范围内。

海外经验：商品是股票市场的风险指示器

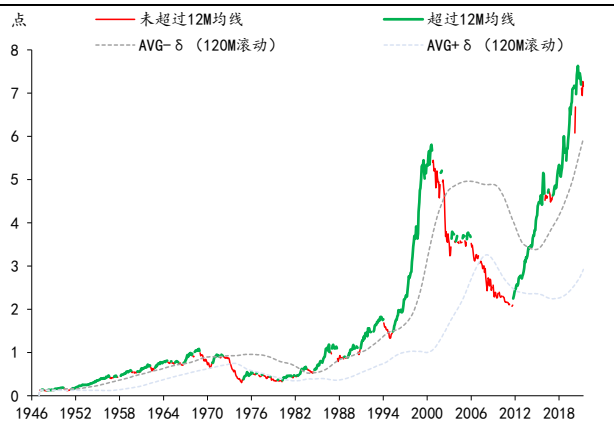
以股商比价等技术指标作为两类资产轮动的依据似乎效果不佳。对于股票和商品的权衡取舍，如果单纯用股票指数/商品指数未免有些粗略，采取技术指标，如十年滚动的历史均值加减一倍标准差、或者看 12 个月的均线，则显得有些滞后，在行情波动大时右侧布局为时已晚。技术指标方面，美股商品股市相对回报率的差值可以作为美股大行情切换的领先指标。

图 1：商品和股票相对回报之差是股市行情切换的指标



资料来源：Yardeni, S&P；注：图中阴影部分表示美股熊市时期。

图 2：技术指标具有一定滞后性



资料来源：Bloomberg, 国信证券经济研究所整理；注：图中数值为标普 500 指数/CRB 工业原料现货指数。

图 3：原材料价格是股市风险提示指标之一



资料来源：Yardeni, S&P；注：图中阴影部分表示美股熊市时期。

图 4：上游材料价格对股票的影响在于 EPS



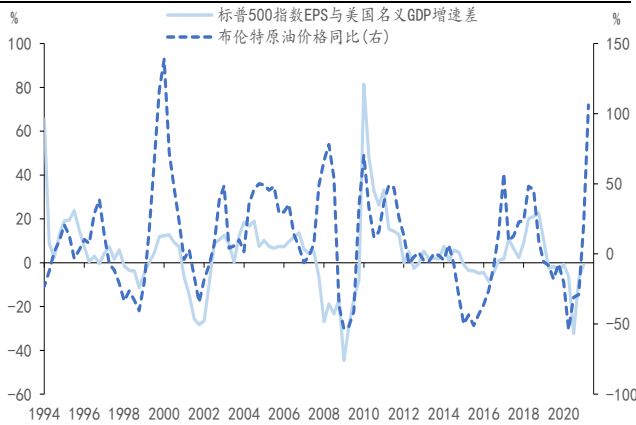
资料来源：Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。

商品价格对股票市场一个重要的作用即提示风险，其中的逻辑在于上游成本抬升会侵蚀下游利润。Yardeni 著名的美国经济荣枯指标 (Boom-Bust Barometer)，

就是用铜、铁、废铅等工业品现货价格除以当周首次失业金请领人数，反映美国的经济动能。分子端的上游生产原料价格变动可代表中下游工业企业生产成本；而分母就业率则反映景气的景气度，分子的“通胀”和分母的“就业”正是美联储货币政策的双抓手，生产成本抬升、商品价格过热幅度超出失业率的潜在危害时美联储货币政策倾向收紧，美股估值被打压。需要注意的是单纯看拐点，商品是滞后于美国债市和股市的，历次商品过热对股市造成风险都是通过货币政策变动作为中介的。

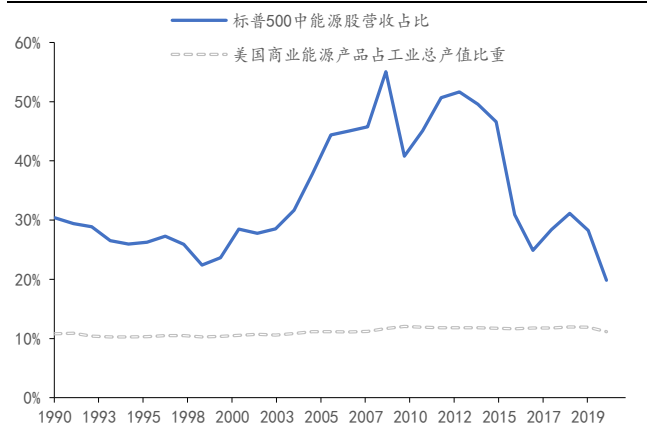
商品对美股的另一重影响落在企业盈利上，原油等能源价格走高对美股有一定提振效果，但对经济影响有限。美股的EPS增速和名义GDP增速本质上是趋同的，资本市场回报和实体经济回报具有同源性，二者间出现较大偏离的时候多是受到油价波动的影响。当油价大起大落后，美国企业利润增速会显著地偏离名义增速，这是美国经济和股市中原油相关板块占比差异所致：美国GDP中能源类占比有限，90年代以来一直在10%以下，工业总产值中商业能源产品占最终消费品的比重也未突破12%；而美国上市公司中主营业务为原油相关的能源类的占比较高，曾一度突破50%。因此上游的能源价格走高时对美股整个板块有拉动效果，但是对美国经济增长的影响却相对有限。

图 5：美股 EPS 增速和名义增速偏离多是受到油价的扰动



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 6：美股和工业产值中能源类占比的分化



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

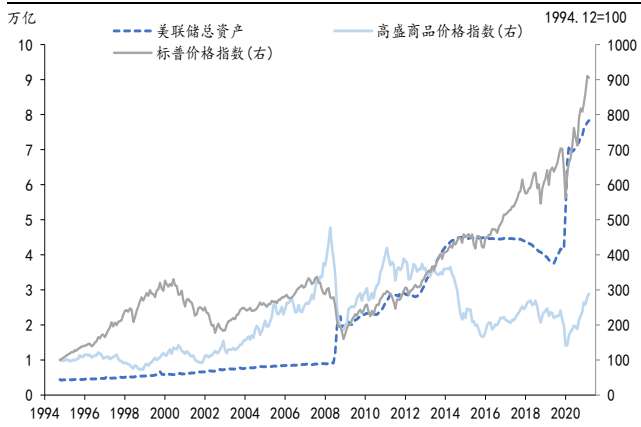
表 1：美股、商品增速和名义、实际增速均为正相关

标普 500 同比	名义 GDP 同比	实际 GDP 同比
1951 至今	0.14	0.33
2000 至今	0.38	0.42
CRB 指数同比		
1951 至今	0.34	0.22
2000 至今	0.33	0.31

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理；注：表中数值为相关系数。

新债王 Gundlach 将美联储扩表后资产负债规模与标普 500 指数间的联系概括为“物理定律”，即标普 500 的市值/美联储的资产负债表像是一个常数。”（Global Market Detector, 2021）。如果将美国交易商的股票总市值与美联储总资产相除，在美联储 QE 前这一水平稳定在 5% 的位置，扩表后围绕 16% 的中枢箱体震荡。排除美股中凝聚了美国居民大部分财产、美股下跌掣肘大选等“阴谋论”属性的猜测，扩表行为将长端美债收益率压制在较低水平，使得美债延续了 60 年的长期牛市，虽然从历史来看美股估值较高，但和美债相比还是在均值之下。

图 7：美国商品和股市的分化起源于美联储扩表



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

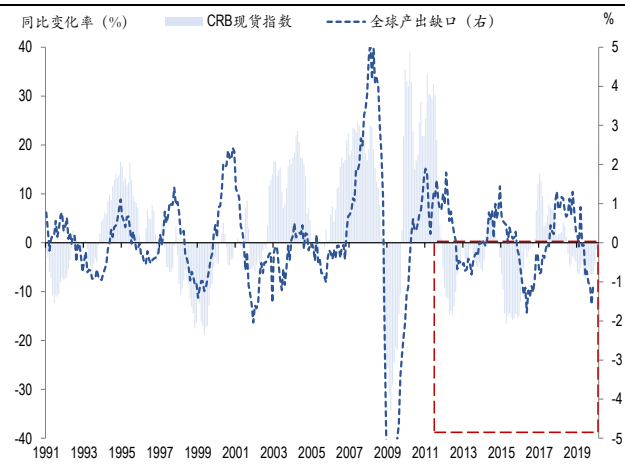
图 8：美联储资产与标普 500 的“常数论”



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

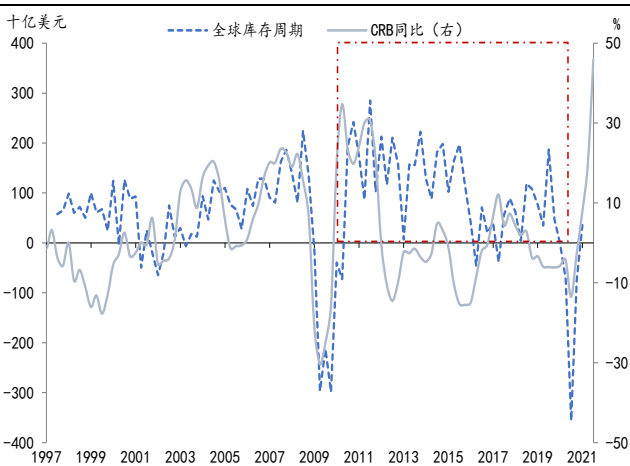
另一方面，低利率环境对商品中黄金这类不生息资产有直接的好处，但商品整体还受到其本身供需格局、全球产出缺口的影响。**(1) 金融危机后、疫情之前的全球产出缺口多数时点都处在负区间。**这意味着真实的产出水平不及潜在增速，背后是全球过度储蓄、压低投资回报率和内生性的政策利率等机制。**(2) 金融危机后库存周期景气中枢是向下的。**这里要区分库存周期向下和库存变动转负：虽然从存货的边际变化能找到库存周期的涨落特征，但只是边际强弱，即便在去库存阶段的大多时点也都是维持库存变动为正，存货变动转负只发生在全球经济衰退阶段。去库存阶段类似美联储缩表时采取“到期不续”的方式，当期还是买入的，只是购买量逐渐缩减到到期量之下；库存变动为负类似货币当局对债券的“净卖出”，是相当激进的方式。综上，金融危机后实际产出不及潜在水平、库存周期中枢由上行转为下行，是利率、流动性因素之外影响商品价格的特定因素。

图 9：金融危机后真实产出多数时刻低于潜在产出



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：产出缺口基于滤波测算，考虑到疫情造成的数据异常对前些年产生滤波后失真的问题，此处仅以疫情前为样本进行测算。

图 10：金融危机后库存周期景气中枢是下降的



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

国内市场：股票和商品的背离如何收场？

股票和商品同作为风险资产，大幅背离后往往会以一方的均值回归来弥合缺口。二者持续背离的案例仅有 2014~2015 年间，中国股票出现了陡峭化上涨，而商品价格还在回落，与股票走势形成了较高缺口，对应阶段的花旗经济意外指数长期为负值，工业增加值同比回落、PPI 不及预期。商品中除了黑金部分多为海外对资产的定价，股票是国内对资产的定价，这种定价的分歧最终通过股票刺破泡沫，向商品价格趋势性收敛而终结。今年初以来的股商背离幅度较小、对应的增长+通胀基本面也和上次不同，需要结合美林时钟具体分析。

股弱商强是一种少见组合，多为“经济下行+通胀上行”的宏观映射。政策在这种矛盾组合中的选择是决定资产轮动的关键：在今年一季度的“小滞胀”期间，政策的天平选择先治理现实发生的“滞”，后关注未来可能的“胀”，是无奈之举。在过去四轮“股弱债强”区间的后三个月，第二轮和第四轮对应的宏观环境为衰退（CPI 同比和工业增加值同比均降），股票和商品均录得回撤（-）；第一、三轮表现为经济复苏（CPI 同比降、工业增加值升），股票和商品均录得回报（+）。正如同美林时钟的轮转顺序并非严格遵照理论顺序，股跌商涨后两类资产的表现也取决于宏观环境的切换。

图 11：中国商品和股市大幅分歧后的收敛



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 12：股跌商涨多发生在滞胀时期



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

表 2：股跌商涨多发生在“经济回落+通胀上升”的阶段

时间范围	次数	南中涨幅	股市涨幅	CPI 变化	工业增加值变化
------	----	------	------	--------	---------

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_19943



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn