

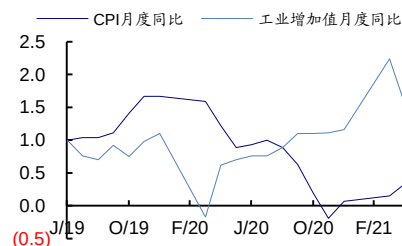
证券研究报告—宏观经济

宏观经济

宏观经济专题研究

2021年06月11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	19.90
社零总额当月同比	17.70
出口当月同比	27.90
M2	8.30

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：油铜“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：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

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。

宏观专题

各资产价格日内波幅参照系

● 对比不同种类资产的波动情况，打通跨资产投研的对话障碍

对于股票和债券投资人而言，1个百分点的大盘涨跌与1个bp的收益率升降意义大有不同，我们将股、债、汇、商四类资产单日涨跌幅以类似正态分布形式进行划分，可以发现债券类资产相对其他品种近似“右偏”，与其2003年前后极端值的出现有关。

● 四类波动情形划分发现股债异常波动规律

我们根据涨跌幅分布，将四类资产的波动分为极端、剧烈、较高、常规四类情景。股市出现极端天气并不是每年均匀的“日历效应”，而是集中在特定的某些年份爆发。而债券市场出现极端天气的情形多集中在交易的初期（2002~2005年）。具体商品类别，黑色系（螺纹钢、铁矿石），海外的原油不同情景下价格波动整体超出铜、金。

● 美林时钟看涨跌趋势，也可以看区间内资产价格波动

整体而言，过热期间配置股票和商品，衰退期间配置债券，即便无法精准判断通胀和增长的拐点，也是短期操作的最优配置策略。

● 商品成为上半年最闪耀投资品种

我们根据2021年至今国内外股、债、汇、商四类资产价格的日内变动幅度的中位值，处在过去五年什么分位点上，来看当期相对历史波动的分歧度。近半年国内四大类资产均略好于过去5年的表现；美股也略好于历史中位水平，美债和美元则稍逊于过去5年大体水平，CRB指数和超出历史中枢20个分位点。

内容目录

1.股、债、汇、商日内涨跌的历史分布.....	4
2.四类波动程度的划分：何为剧烈、何为正常.....	6
3.透过美林时钟看资产涨跌	7
4.商品上半年成为超出历史经验的最闪耀品种.....	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

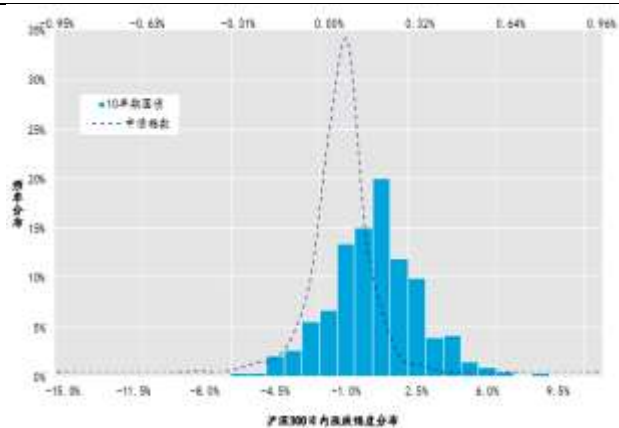
图 1: 中债财富指数和十年期国债收益率日内涨跌分布对比.....	4
图 2: 国债收益率和沪深 300 日内涨跌的分布对比.....	4
图 3: 国债收益率和商品日内涨跌的分布对比.....	5
图 4: 国债收益率和汇率日内涨跌的分布对比.....	5
图 5: 不同口径度量的大类资产回报率.....	6
图 6: 依照日度涨跌幅度的四种波动类型划分.....	6
图 7: 国内股、债、商、汇历年极端震荡的天数对比.....	7
图 8: 中国版“美林时钟”各类资产日度回报率均值对比.....	8
图 9: 四种情形下国内五类资产价格日内波动的分布.....	8
图 10: 2021 年以来各类资产日度涨跌幅中位值, 处在 2016 年以来的分位点.....	9
图 11: 2021 年以来各类资产四种程度波动案例的占比.....	9
表 1: 国内外各类资产单日回报/亏损率分位点情况.....	5
表 2: 铜、油等商品单日回报/亏损率分位点情况.....	5
表 3: 大类资产单日价格变动的情景划分.....	7

在交流市场行情时我们会遇到诸如此类的问题，对股票投资者而言，单个交易日 2% 的涨跌幅可以说是比较剧烈的，而债券收益率涨跌 10 个 bp 似乎并不重要。而对债券投资管理人而言，由于资产体量较大，1、2 个 bp 的变动对资产盈/亏绝对水平的影响都直观重要，这就导致了擅长不同品类的投资人对于非主场资产波动幅度并不算敏感。鉴于此，我们试图通过对比国内、外不同种类资产的波动情况，打通跨资产投研的对话障碍。

1. 股、债、汇、商日内涨跌的历史分布

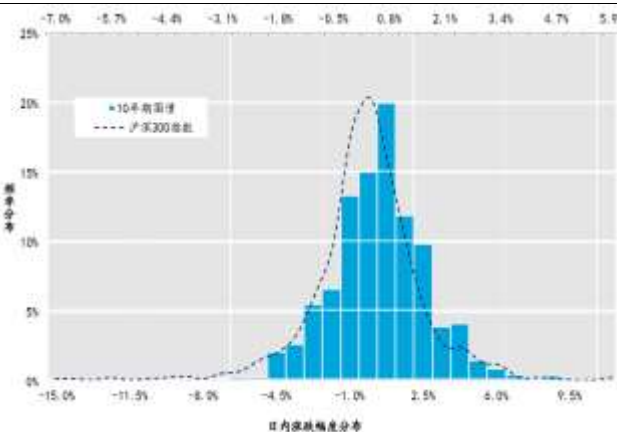
股、债两类资产波动的分布最为接近，债券收益率的分布相对于商、股、汇价格变动均是近似“右偏”的。(1) 时间范围：由于我们选取的标的包括汇率类指标，因此统计时间的起点设为 2016 年，以规避“汇改”对资产价格的外溢性。(2) 资产类别：大类包括股票（沪深 300）、债券（十年期国债收益率）、汇率（美元/人民币）、商品（南华综指）四类资产，计算其日度开盘-收盘价之间涨跌幅，并将历史涨跌幅进行二十等分，测算每个区间内分布的频率。可以发现债券收益率变动的分布相对于股、汇率、商品价格变化而言，都是“类右偏”的，相对中债财富总指数涨跌幅也是如此。中债总指数的财富指数一路向上，并未体现出国债收益率、全/净价指数的“箱体震荡”趋势。这与指标计算方式有关：不同于全价（资本利得+票息）和净价指数（资本利得），财富指数在利息和再投资的处理上，假定投资者将收到的利息和本金偿还额在当日即投入到指数组合当中。而收益率变动的分布相对于股、商、汇的“右偏”，则是由于特定年份（2002~2005）年间收益率大幅波动所产生的极端值所致。

图 1：中债财富指数和十年期国债收益率日内涨跌分布对比



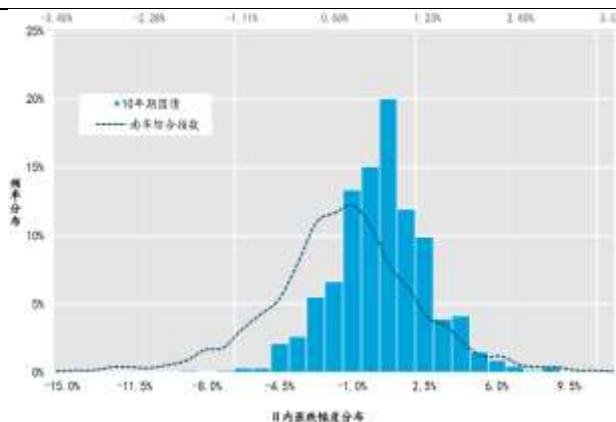
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 2：国债收益率和沪深 300 日内涨跌的分布对比



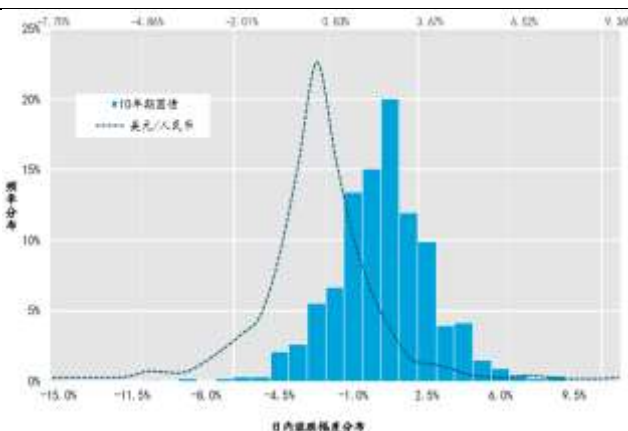
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 3：国债收益率和商品日内涨跌的分布对比



资料来源：万得,国信证券经济研究所整理。

图 4：国债收益率和汇率日内涨跌的分布对比



资料来源：万得,国信证券经济研究所整理。

表 1~2 展示了国内外大类资产、商品类明细资产在过去 5 年半的时间里日度变化的合集，以及 1%、10%、25%、50%、75%、90%和 99%分位点对应的涨跌幅数值。可发现商品中的黑色系（螺纹钢、铁矿石），海外的原油不同情景下价格波动整体超出铜、金，这两类也是经验中预测国内外 PPI 时最为重要的两项。

表 1：国内外各类资产单日回报/亏损率分位点情况

国内	资产标的	1%	10%	25%	50%	75%	90%	99%
股	沪深 300	-3.43%	-1.29%	-0.53%	0.06%	0.63%	1.33%	3.04%
债	10Y 国债	-5.42	-2.99	-1.28	0.00	1.48	2.96	6.22
商	南华综指	-2.58%	-1.09%	-0.46%	0.06%	0.59%	1.20%	2.47%
汇	人民币兑美元	-4.85	-1.72	-0.76	0.00	0.75	1.68	4.23
海外								
股	标普 500	-3.51%	-0.93%	-0.29%	0.07%	0.54%	1.09%	2.76%
债	10Y 美债	-9.00	-4.00	-2.00	0.00	2.00	4.00	9.27
商	CRB	-0.88%	-0.38%	-0.18%	0.02%	0.23%	0.44%	1.02%
汇	美元指数	-0.95%	-0.47%	-0.24%	0.00%	0.22%	0.47%	0.97%

资料来源：万得,国信证券经济研究所整理；注：股、商、美元指数为日度回报率，债、人民币兑美元汇率为日内变动幅度(±)，债券收益率变动单位为 bp，人民币兑美元汇率变动单位为 100pips。时间为 2016 年~2021 年 6 月。

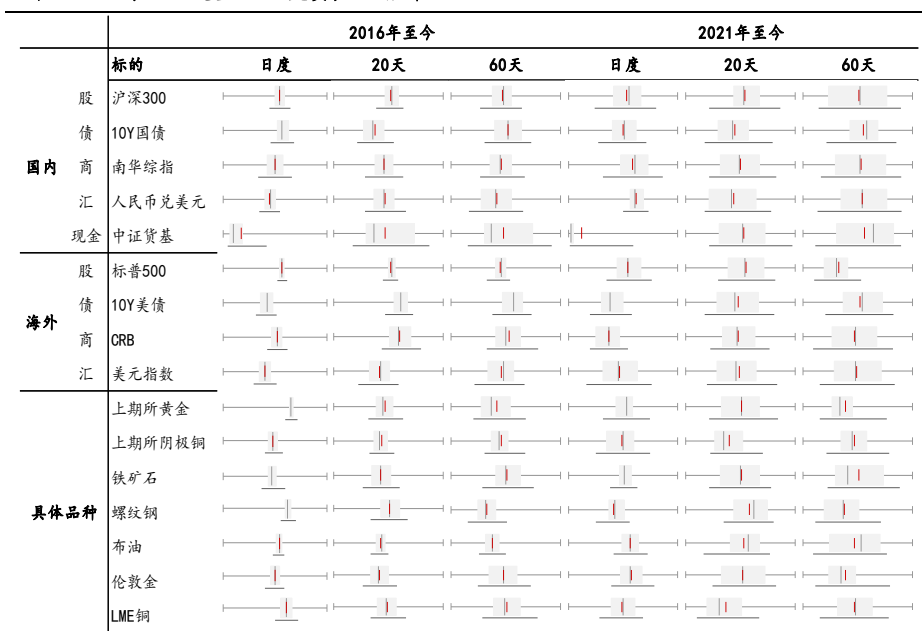
表 2：铜、油等商品单日回报/亏损率分位点情况

资产标的	1%	10%	25%	50%	75%	90%	99%
国内							
上期所黄金	-2.74%	-0.85%	-0.17%	0.00%	0.28%	0.94%	3.21%
上期所阴极铜	-2.70%	-1.06%	-0.51%	0.04%	0.57%	1.24%	3.00%
铁矿石	-6.74%	-2.58%	-1.01%	0.19%	1.22%	2.44%	7.34%
螺纹钢	-8.42%	-2.92%	-0.88%	0.00%	1.37%	3.69%	7.97%
国外							
布油	-6.20%	-1.95%	-0.62%	0.00%	0.82%	2.27%	6.28%
伦敦金	-2.22%	-0.93%	-0.43%	0.02%	0.47%	1.01%	2.36%
LME 铜	-3.11%	-1.36%	-0.67%	0.06%	0.76%	1.48%	3.21%

资料来源：万得,国信证券经济研究所整理；注：表中数值表示各类商品日内开盘-收盘涨幅。时间为 2016 年~2021 年 6 月。

进一步地，我们将日度涨跌幅扩展为 20 天、60 天窗口期的涨跌幅，期间涨跌幅如图 5 所示，下划线表示 10%~90%分位点之间的区域，灰色阴影箱体为 1/4~3/4 分位点，红色竖线和灰色竖线分别表示算术均值和中位值。单日、20 天、60 天的波动中枢逐步匀称化，一般波动范围呈宽泛化。比较特殊的是货基，由于货币基金基本都录得正向涨幅，因此算术均值甚至高于历史 3/4 分位点。

图 5：不同口径度量的大类资产回报率

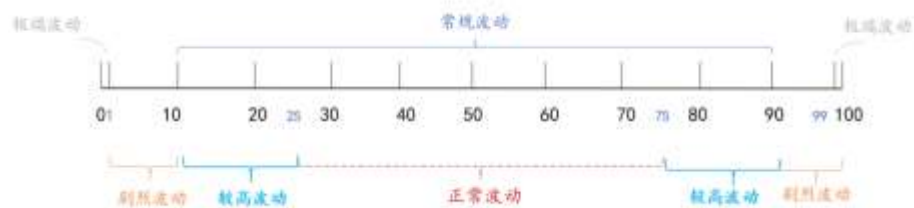


资料来源:万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 左右两边表示最大、最小值, 灰色阴影表示历史 25%和 75%分位点, 红色竖线和灰色竖线分别表示均值和中位值, 下滑竖线表示历史 10%和 90%分位点。

2.四类波动程度的划分：何为剧烈、何为正常

我们将超出 0~1%和 99~100%分位点的情景定义为极端波动, 将 10~90%分位点的波动定义为正常波动, 将 90~99%或 1~10%分位点间定义为剧烈波动, 将 10~90%分位点间波动称为正常波动, 进一步细化 25~75%分位点之间的为常规波动, 属于正常波动但不属于常规波动的 (10~25%和 75~90%分位点) 定义为“较高波动”, 划分结果如表 3 所示。

图 6：依照日度涨跌幅度的四种波动类型划分



资料来源:国信证券经济研究所整理。

我们将近 5 年的划分结果应用到 2002 年以来的长序列数据。以沪深 300 指数为例, 股市出现极端天气并不是每年均匀的“日历效应”, 而是集中在特定某些年份爆发。如 2002 年以来, 股市出现过“极端波动” (股市日内涨幅超过 3.04%或跌幅大于 3.43%) 交易日天数最多的年份依次是: (1) 2008 年 (63 天) 一整年的时间股市都处在快速下跌的状态; (2) 2007 年 (38 天) 前三季度大幅震荡中上行, 四季度受到海外次贷危机冲击转为拐头向下; (3) 2015 年 (33 天) 主要发生在 6 月~8 月“股灾”期间; (4) 2009 年 (30 天) 股市触底回升, 期间三季度有过一段时期回撤。而相对正常的年份出现极端情景的概率屈指可数, 如 2018~2020 年仅出现过 5 天、4 天、3 天, 2017 年甚至无迹可寻。需要注意的是此处的“极端”描绘的是单日的震荡幅度, 并非一段时间的波动 (n 天标准差), 也不代表行情趋势, 如 2007 前三季度股市行情大幅走牛时极端涨、极端跌的案

例基本各占一半。

表 3：大类资产单日价格变动的情景划分

类别	资产标的 (变动单位)	极端波动 (2%)	剧烈波动 (18%)	较高波动 (30%)	常规波动 (50%)	波动均值		
国内	股	沪深300 (%)	<-3.43/ >3.04	-3.43~-1.29/ 1.33~3.04	-1.29~-0.53/ 0.63~1.33	-0.53~0.63	0.04	
		债	10Y国债(bp)	<-5.42/ >6.22	-5.42~-2.99/ 2.96~6.22	-2.99~-1.28/ 1.48~2.96	-1.28~1.48	0.03
	商	南华综指 (%)	<-2.58/ >2.47	-2.58~-1.09/ 1.20~2.47	-1.09~-0.46/ 0.59~1.20	-0.46~0.59	0.06	
		汇	人民币兑美元 (100pips)	<-4.85/ >4.23	-4.85~-1.72/ 1.68~4.23	-1.72~-0.76/ 0.75~1.68	-0.76~0.75	-0.01
	频率		——					——
	海外	股	标普500 (%)	<-3.51/ >2.76	-3.51~-0.93/ 1.09~2.76	-0.93~-0.29/ 0.54~1.09	-0.29~0.54	0.05
			债	10Y美债 (bp)	<-9.00/ >9.27	-9.00~-4.00/ 4.00~9.27	-4.00~-2.00/ 2.00~4.00	-2.00~2.00
		商	CRB (%)	<-0.88/ >1.02	-0.88~-0.38/ 0.44~1.02	-0.38~-0.18/ 0.23~0.44	-0.18~0.23	0.03
汇			美元指数 (%)	<-0.95/ >0.97	-0.95~-0.47/ 0.47~0.97	-0.47~-0.24/ 0.22~0.47	-0.24~0.22	-0.01

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：时间为 2016 年~2021 年 6 月。

而债券市场出现极端天气（十年期国债收益率单日上涨超过 6.22bp 或者下跌超过 5.42bp）的情形多集中在交易的初期（2002~2005 年）。2002~2005 年间计算收益率样本中市场化成交较少，市场以买断式回购、协议回购等以债券作为质押品的成交为主，容易出现异常值，用修匀指标观测更佳。虽然近 19 年来债券收益率“正弦式”波动难破“箱体魔咒”，但交易回归理性也好、成交统计方法的进化也罢，债券收益率出现极端天气的情形逐步减少。

图 7：国内股、债、商、汇历年极端震荡的天数对比



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_20046

