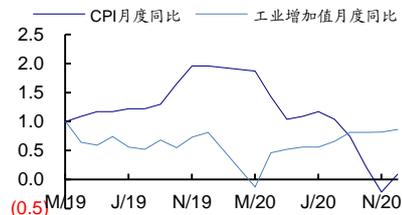


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	2.90
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: CPI基期轮换带来的权重变动分析》——2021-02-22
 《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
 《宏观专题报告: 油钢“轮盘”》——2020-12-30
 《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: “十四五”产业发展背后的经济逻辑》——2020-11-21

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号: 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号: 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

“利率-利差”轮盘下的“风林火山”配置策略(一)

● “利率-利差”轮盘的理论基础

利率和利差反映流动性环境和信用环境, 对基本面的货币、信用具有前瞻性, 在美国和全球市场皆得到验证。从债券角度考虑, 流动性派生到信用环境改善的传导机制决定了利率拐点一般先于利差拐点出现。从大类资产视角出发, 流动性从金融体系向市场传导有先后顺序, 最先反映在债券收益率中, 其次再扰动股票的估值, 最后通过信用派生带动商品行情。依照利率和利差的高低拐点, 可将经济组合为四个阶段, 构造出“利率-利差”轮盘。

● 美国“利率-利差”轮盘下大类资产复盘

美国轮盘显示, 利差和利率反向变动场景出现的概率高于同向变动, “利率-利差”理论上对应的“货币-信用”组合、美林时钟基本面的写实, 实际上是其预期交易所形成的镜像, 真实对应的场景还需向前序递推, 在分析“利率-利差”所处的组合中需要区分开。美国的“利率-利差”轮盘对“货币-信用”风火轮有较好前瞻性。

● 美国“利率-利差”轮盘和“风林火山”投资策略

美国“利率-利差”轮盘四个象限各对应“风林火山”的交易策略: 首先, 轮盘的第二象限(“利率降+利差升”)是每轮周期开启的时点, 对应的真实基本面为货币和信用双紧, 美股和商品走熊的概率在四个象限中最高, 投资仍需观望, 结构上可以侧重公共事业等防御板块配置力度, 做到“不动如山”。其次, 轮盘转至第三象限(“利率降+利差降”)时, 真实环境为宽货币、紧信用, 是经济摆脱衰退阴影的阶段, 美股多为牛市, 商品市场以能源和金属领涨, 但三象限的停留时间偏短, 加权后概率仅占了13%, 把握行情需“其疾如风”; 再次, 转动到第四象限(“利率升+利差降”)时, 真实的环境为货币和信用双宽松, 此时周期股最具配置价值, 商品迎来牛市的概率也为轮盘中最高, 工业金属和能源类平均涨幅跑赢其他商品, 适合“涌入如火”; 最后, 转动到第一象限(“利率升+利差升”)时, 背后真实环境是紧货币、宽信用, 一般对应经济由暖转热的阶段, 是成长股和价值股间回报率分化最显著的阶段, 也是大宗商品牛市和震荡市轮转最焦灼的阶段, 建议“其徐如林”, 审时度势、从容行进。

● 美国“利率-利差”轮盘对投资的启示

以G7集团和金砖五国共12国为样本, 笔者构建了“利率-利差”研判体系, 全球股市、大宗商品的复盘结论与美国市场大致相近。(1) 借鉴价值高的阶段: 海外市场大部分时间都处在利率、利差反向变化的二、四象限中, 过往统计的经验在这两阶段的适用性更高。而一、三象限经验较少、时长有限, 以史为鉴在未来投资中难免“难知如阴”。(2) 借鉴价值高的板块: 分股票风格来看, 四个象限中金融、公共事业两个板块的表现复盘更符合传统认知规律, 信用风险和净息差是银行亏损和利润之源, 经济衰退阶段公共事业板块的抗周期性筑造护城河。后续文章中笔者将对对中国市场构建轮盘的可行性进行研讨。

内容目录

“利率-利差”轮盘的理论基础	4
“利率-利差”轮盘的传导路径	4
美国“利率-利差”对“货币-信用”的前瞻	4
美国利率、利差拐点寻找和四阶段划分	6
“利率-利差”轮盘 vs “货币-信用”风火轮 vs 美林时钟	7
“利率-利差”复盘大类资产的基础：美国债-股-商的传导链条	7
美国“利率-利差”轮盘下大类资产复盘	8
四象限内美股、商品区间划分和胜率复盘	8
不同风格和属性的股市回报复盘	12
四象限内不同种类商品回报复盘	15
全球的“利率-利差”轮盘构建和大类资产复盘	16
全球“利率-利差”轮盘的建立	16
全球“利率-利差”轮盘下大类资产复盘	17
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: “利率-利差”轮转的理论基础和对应的经济阶段	4
图 2: 5 年美债收益率对联邦基金利率领先性	5
图 3: 美国信用利差对 M2 的领先性	5
图 4: 美国 M2 与信用利差: 从轮动到共鸣	6
图 5: 美国利率和利差的拐点探寻	6
图 6: 美国美林时钟 (上)、“利率-利差”轮盘 (中) 与“货币-信用”风火轮 (下)	7
图 7: 美债利率向美股和商品的传导次序复盘	8
图 8: 美债利差向美股和商品的传导次序复盘	8
图 9: 美股、商品胜率和时间概率复盘	10
图 10: 美国百年“利率-利差”历史和标普估值、商品价格复盘	11
图 11: MSCI 指数、世界银行大宗商品、CRB 指数的明细分类	12
图 12: 四象限下美股各板块回报率复盘	13
图 13: 美国银行业利润和利差关联比利率强	13
图 14: 科技股托宾 Q 和美国实际投资同步变动	13
图 15: 四象限下美股各风格、属性、市值板块的回报率复盘	14
图 16: 美国成长股相对价值股的溢价领先工业品价格	15
图 17: 美国“利率-利差”轮盘与明细类商品复盘	15
图 18: 全球利率、利差拐点划分和阶段研判	16
图 19: 全球政策利率对国债收益率失去领先性	17
图 20: 全球广义货币增速扩张压低信用利差	17
图 21: 全球“利率利差”轮盘的四阶段划分	17
图 22: 全球“利率-利差”轮动下股市、商品胜率轮盘	18
图 23: 全球“利率-利差”轮盘下不同风格股票回报复盘	19
图 24: 全球轮盘与明细类商品的回报复盘	20
表 1: 美国利率、利差组合状态下股市和商品行情划分	9
表 2: 美股在各类组合下的回报复盘	14
表 3: 美国“利率-利差”轮盘与明细类商品复盘	16
表 4: 全球利率、利差组合状态下股市和商品行情划分	18
表 5: 全球四阶段的股市行情复盘	19
表 6: 全球四阶段的商品行情复盘	20

“利率-利差”轮盘的理论基础

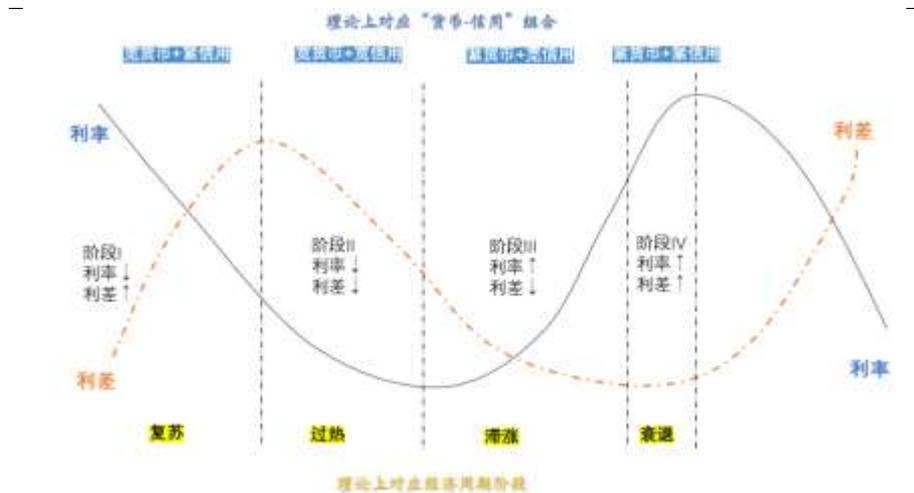
“利率-利差”轮盘的传导路径

利率是反映市场流动性的重要价格指标，而股市、债市和商品市场均受到流动性的影响。利差代表了债券交易中隐含的宏观信息，如期限利差包含了对未来通胀和政策利率变动不确定性的预期，信用利差是债券购买方对违约风险的溢价诉求等。

美债期限利差对美国工业产出增速有较好的预判效果，且可以前瞻提示美国的经济衰退（由 NBER 定义）。但其一，基于“利率-期限利差”推导出的收益率曲线“熊平牛陡”四类组合，笔者研究发现最多可以用于推敲成长/价值两类属性股票的相对强弱，而对不同风格股票的指引非常有限，即纳入期限利差的分析结论反映的更多是 β 而非 α ，这点在中、美股票市场都有印证。其二，期限利差也是衍生于无风险利率，因此期限利差和利率并非是两个独立分布的指标。鉴于期限利差存在的问题，笔者采用信用利差来构建“利率-利差”组合。信用利差使用美债期权调整利差，或者以高评级债券视为无风险利率的超额利差（如穆迪 BAA 减 AAA）并未真正使用到无风险利率加以运算，本源上可以视为独立指标，流动性从市场到实体经济的传导使得利率先于利差（指信用利差，下文同）变动的规律成立，过去 100 年的月度数据验证了利率平均正向领先利差 12 个月左右。

“利率-利差”的轮盘，理论上对应着“货币-信用”周期和“通胀-增长”周期的不同阶段，笔者先后验证其与“货币-信用”风火轮、美林时钟的匹配程度。

图 1：“利率-利差”轮转的理论基础和对应的经济阶段



数据来源：国信证券经济研究所整理

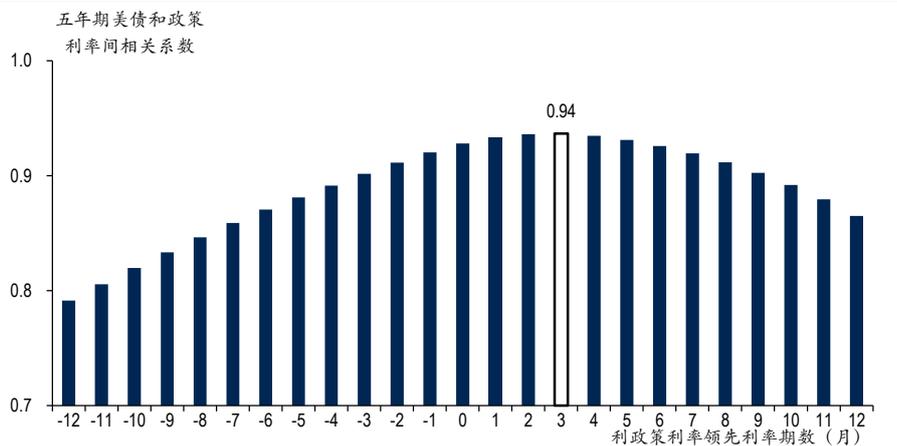
美国“利率-利差”对“货币-信用”的前瞻

首先，笔者测试了利率、利差对美国典型的货币和信用指标的相关性、领先滞后性。在美国市场具体指标的选取上：（1）利率选择 5 年期美债到期收益率。美国近 40 年来未偿债平均剩余期限为 5.05 年，目前为 5.33 年，因此利率选取 5 年期美国国债到期收益率可以反映主要存续期券种对应的无风险利率；（2）信用利差相应选取美银美林 5-7 年期企业债的期权调整利差，该指标和 BB 评级的信用利差（BB 级企业债和美国国债收益率差值）走势基本一致，可以反映高收益品种的信用风险。利率和利差两类数据均经过 5 个月中心移动平均平滑

处理，以保证平滑后拐点未发生移动。(3) 美国货币政策以价格调控为主，仅在特殊时期才会采取扩表、缩表等量的政策工具，因此选择联邦基金利率来反映美国的货币；(4) 信用指标方面选用美国 M2。美国和中国金融体系不同，前者直接融资占比较高，但 M2 指标只包含银行体系的融资，某种程度上讲 M3 更能代表美国的融资。遗憾的是 2006 年起美国停止公布 M3 及其分项，理由是特定时期并没有比 M2 透露更多信息，因此笔者用 M2 加以替代。

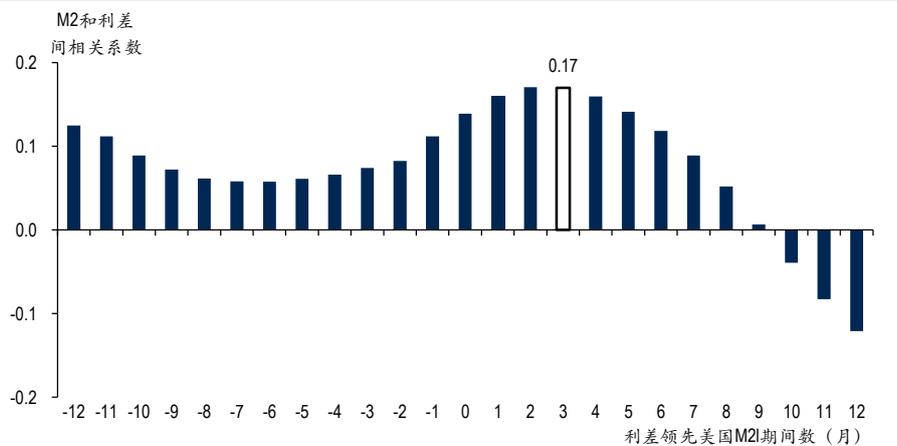
为了探讨“利率-利差”与“货币-信用”间的传导机制，笔者分别测算了五年期国债收益率与联邦基金利率、利差与 M2 两组数据，各自从领先到滞后 12 个月的相关系数。若将其绝对值的最高结果对应的期间作为最优领先期，可以发现美国利差平均领先 M2 同比 3 个月，5 年期美债收益率平均领先联邦基金利率 2 个月。传统认知是基准利率调整会过渡至中长端，实体宽信用引致信用利差收窄，但实际结果却与之相悖，这是因为美国有丰富的衍生品市场可以实时预期货币政策，如隔夜指数掉期、利率期货、欧洲美元隐含加、降息概率。而且，美联储的前瞻指引（点阵图、票委讲话）在一年的时间窗口内基本可信，资本市场可以捕捉信号并及时调整价格，最终交易出的市场信号领先于宏观基本面。

图 2: 5 年美债收益率对联邦基金利率领先性



资料来源:Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 3: 美国信用利差对 M2 的领先性

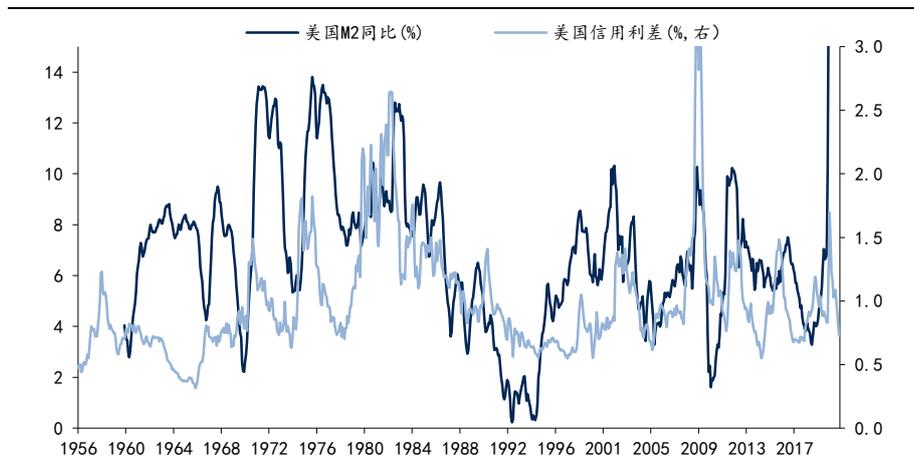


资料来源:Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

还有一点超出以往认知的是美国 M2 同比和信用利差呈现微弱的正相关，原因可以追溯到 80 年代美国利率市场化改革。如上文所言，美国的 M2 不是“宽信

用”的典型指标：（1）不包括 10 万美金以上的企业大额定期存款；（2）不包含银行体系外的直接融资；（3）美国 M2 占比最高的成分是储蓄存款（即货币市场存款账户，简称 MMDA），高达 58%。储蓄存款是上世纪 80 年代美国利率市场化的产物，美国在“Q 条例”仍存在的前提下，推出了免受“Q 条例”利率上限管理的 MMDA 账户，并迅速扩增规模，而小额定期贷款在 M2 中占比则从 46%一路降至 1%。储蓄存款虽然在银行表内，但其负债端对流动性的诉求介于活期存款和定期存款之间，负债端成本压力也近似货基，因而对中低评级、中长久期信用债的配置意愿不足。储蓄存款的增量扩容难以惠及信用债、压低利差，甚至可能在结构上对大额储蓄贷款形成挤占，后者更有可能形成中长期、中低评级的投放。这也便解释了 80 年代以来信用利差和 M2 增速从负相关转为正相关的原因。

图 4：美国 M2 与信用利差：从轮动到共鸣

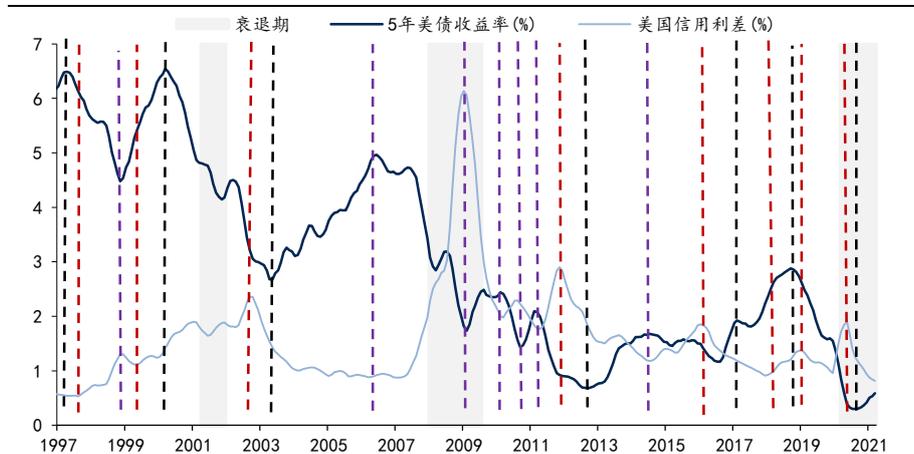


资料来源：Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

美国利率、利差拐点寻找和四阶段划分

为了寻找利率、利差阶段性拐点，笔者将利率划分为“利率升”、“利率降”两区间，利差划分为“信用升”、“信用降”两区间，下图中红色虚线对应信用利差拐点，黑色虚线对应利率拐点，由于利率高（低）点和利差低（高）点时常同时出现，因此用紫色线代表二者拐点重合情形。灰色阴影区域为 NBER 定影的美国经济衰退期。

图 5：美国利率和利差的拐点探寻



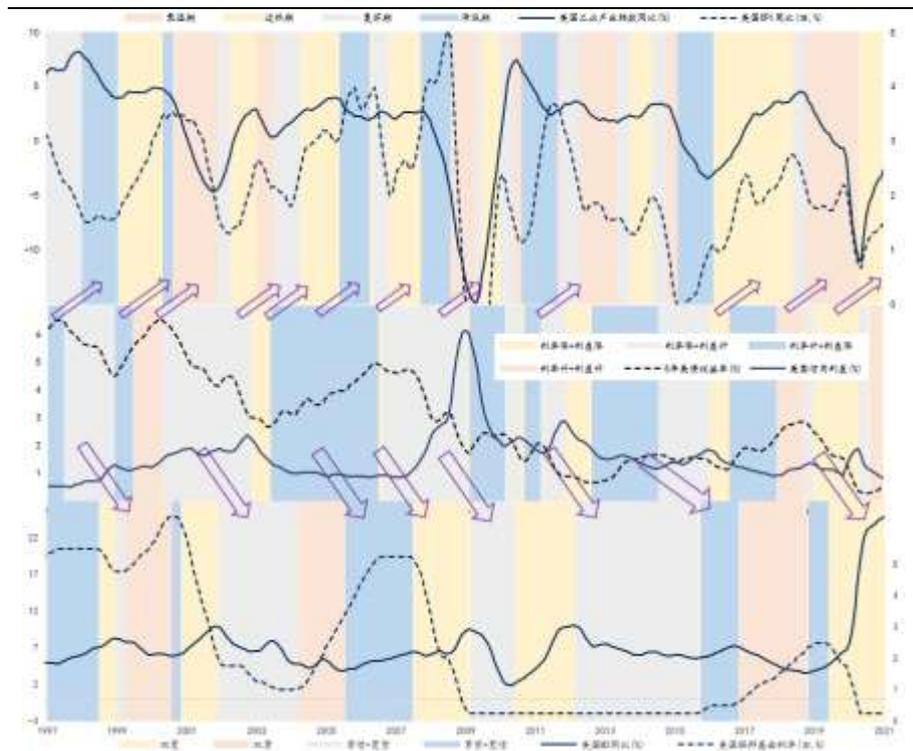
资料来源：Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

根据利率和利差的阶段划分，可以得到四类组合：第一阶段为“利率降+利差升”（黄）、第二阶段为“利率降+利差降”（灰）、第三阶段为“利率升+利差降”（蓝）、第四阶段为“利率升+利差升”（橙），从实际划分结果看每一轮交替顺序是按照一至四阶段的，但每一阶段并不一定都会出现。

“利率-利差”轮盘 vs “货币-信用”风火轮 vs 美林时钟

在确认了美国利差对信用、利率对货币的前瞻性后，笔者发现“利率-利差”轮盘对“货币-信用”风火轮的确有一定的领先联动性（图6）。回到图1的理论部分，利率和利差不同组合理论上对应的货币和信用组合，只是资产价格预示基本面未来将要步入阶段的镜像，此时所处的真实货币和信用环境还要再向前递推一个阶段。

图6：美国美林时钟（上）、“利率-利差”轮盘（中）与“货币-信用”风火轮（下）



资料来源：Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

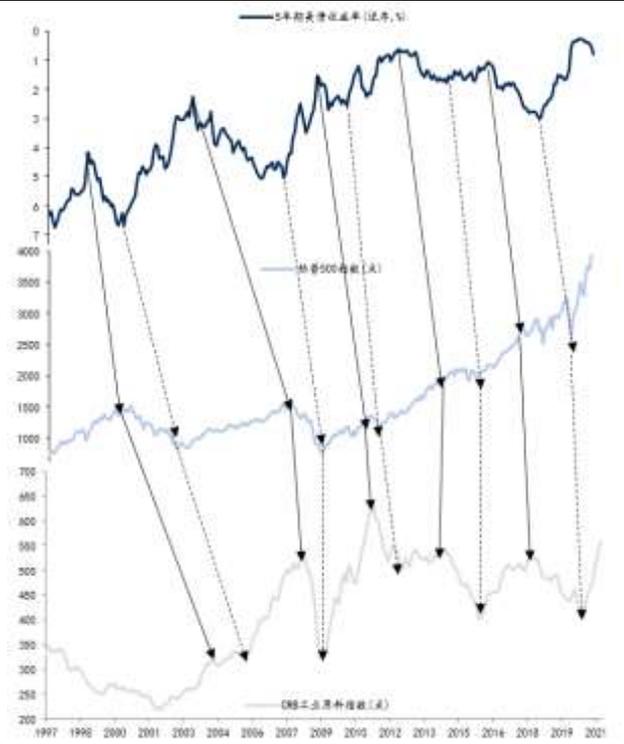
“利率-利差”轮盘对美林时钟“衰退”、“复苏”、“过热”、“滞涨”四个阶段也有一定的领先性。政策利率是内生与经济活动的，受制于外部的通胀、失业率（美联储政策目标）的影响，信用利差表面上看是违约事件冲击、再融资高峰等个案，但形成趋势的本质也是经济环境的扩展与收缩，美林时钟轮盘“通胀-增长”的逻辑可以提前映射到“利率-利差”的轮动上。

“利率-利差”复盘大类资产的基础：美国债-股-商的传导链条

美国资本市场有明显的债-股-商的传导关系，反映了各类资产对市场流动性和信用环境的敏感程度。（1）债券收益率对流动性最敏感，其次才会传递到股价，最后经过信用派生影响商品价格。（2）信用利差的先决条件是信用债违约环境，利差高点可以视为融资环境恶化的峰值，风险情绪向 risk-off 的切换引发股市和商品的下跌。从历次传导次序出发，利率的领先性是有迹可循的，而利差对股市和商品指引曾出现过同步甚至滞后情形。如 2011 年 12 月信用利差达到阶段性高点，但早在 9 月股市就已形成了阶段性底部，实际上 12 月为美债到期赎回

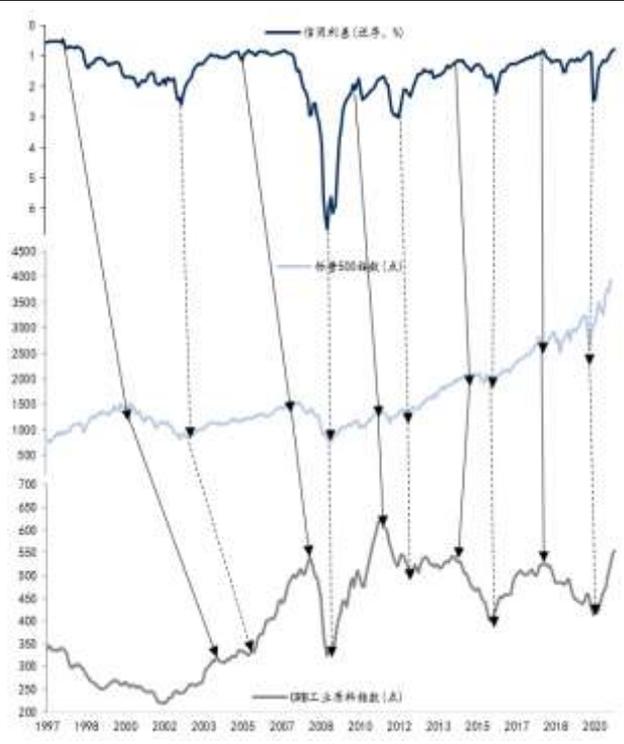
额年内高点，利差高点此处反映的是再融资压力时点，和经济周期的拐点匹配的并没有那么精确。利差走高、信用债违约加剧并非单纯由基本面决定，到期债务集中、过度资产证券化都可能提前或者延后拐点，但最终和股票、商品的拐点都出现在相近时点。

图 7：美债利率向美股和商品的传导次序复盘



资料来源: Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 8：美债利差向美股和商品的传导次序复盘



资料来源: Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

美国“利率-利差”轮盘下大类资产复盘

四象限内美股、商品区间划分和胜率复盘

就各阶段出现概率而言，美债利率和利差主要场景都是一升一降的，同升或者同降的案例没超过 20%。短期视角看，无风险利率（利率）走高/走低会造成风险溢价（利差）被动压缩/抬升，利率和利差间此消彼长经常是同步完成的，所以阶段 I 和 III 出现的概率要高于阶段 II 和 IV。

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_17477



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn