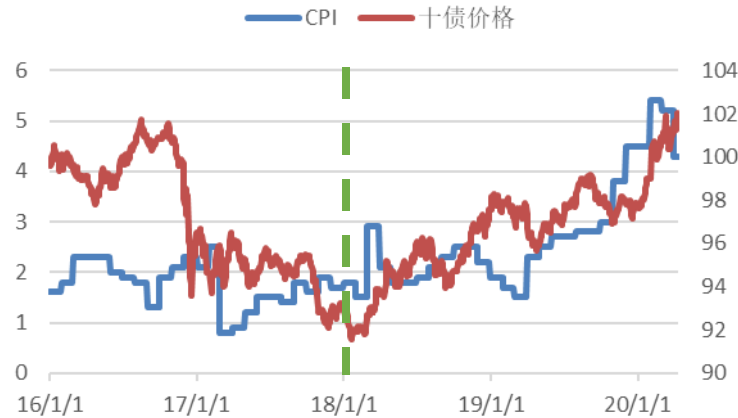


***这是主题研究系列的其中一篇，在这个系列里面我会对影响盘面的宏观因素逐个进行讨论和复盘。主要针对通货膨胀，人民币价值，宏观资金流动等进行讨论和分析。**

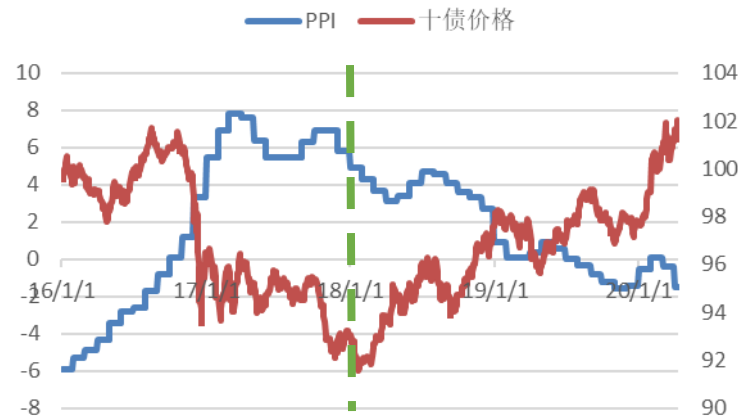
对于商品投资来讲，通货膨胀是个绕不开的主题，对于通胀的预期直接左右了商品市场的整体价格。同时对于通胀的把握直接决定了投资的大方向是否正确。通货膨胀是造成一国货币贬值的物价上涨。通货膨胀和一般物价上涨的本质区别：一般物价上涨是指某个、某些商品因为供求失衡造成物价暂时、局部、可逆的上涨，不会造成货币贬值；通货膨胀则是能够造成一国货币贬值的该国国内主要商品的物价持续、普遍、不可逆的上涨。造成通货膨胀的直接原因是一国流通的货币量大于本国有效经济总量。一国流通的货币量大于本国有效经济总量的直接原因是一国基础货币发行的增长率高于本国有效经济总量的增长率。一国基础货币发行增长率高于本国有效经济总量增长率的原因包括货币政策与非货币政策两方面。货币政策包括宽松的货币政策、用利率汇率手段调节经济；非货币政策包括间接投融资为主导的金融体制造成贷款膨胀，国际贸易中出口顺差长期过大、外汇储备过高，投机垄断、腐败浪费提高社会交易成本降低经济发展质量、经济结构失衡、消费预期误导等。所以通货膨胀不仅仅是货币现象，实体经济泡沫也是通货膨胀的重要原因。当通货膨胀时一般工业品价格会大幅上行，同时由于通货膨胀降低了未来的购买力，导致以债券为主的防御性品种会大幅跌价。特别是债券这种固定未来收益的品种，它的未来收益购买力折现价格会直接下跌，同时一些依靠分红维持的股票价格也和债券归属于同一类型的现金流证券都会因为通胀大幅贬值。所以我们采用国家信用为主的债券价格来衡量市场对通胀的预期是十分合理的。这里我们会采用十年期债券价格来衡量市场对通货膨胀的预期。

从基本定义可以看到通货膨胀的基本原因就是市场上的本国货币远远超过了市场上可以流通的本国商品数量，所以单位商品的货币价格大幅提高，形成一种不可逆的涨价过程。那么本国的货币泛滥又会直接导致本国货币贬值，所以本国的货币价格也是对通胀的一种反应，有时候会成为通胀的原因，但有时候也会是通胀的结果，这取决于当时的市场环境。比如外资大量流入发展中国家势必造成该国货币增多，引起外来热钱通胀，推高整体资产价格。但是同样的也可能是因为某个国家行驶了新的财政基建政策，导致本国货币泛滥，引起通胀从而改变了外汇市场供求均衡，引起该国的货币贬值。而货币贬值进而引起外资撤离加剧贬值和外汇储备的大量流失，导致经济问题。

我们首先讨论一下通胀率这里用中国的 CPI 来表示和十债价格之间的关系，看看用十债价格衡量通胀的优缺点和适当性：



图一、十债和 CPI



图二、十债和 PPI

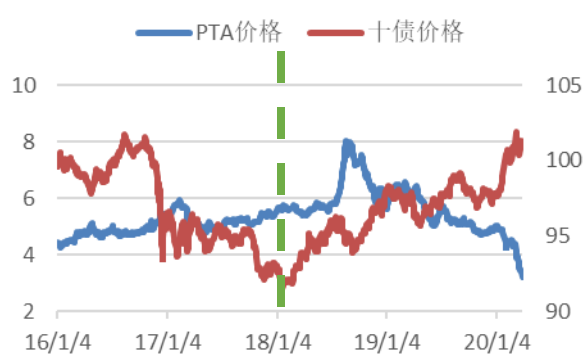
从上图可以看到十债价格其实对应的是中国的 PPI，也就是工业生产端的通胀情况，主要衡量工业品出厂价格。生产商的价格指数直接影响了十年期国债的价格运行。从图二可以看出 PPI 的上涨从 2016 年的谷底大反弹开始一直持续到了 2017 年初期，之后开始了长达一年的盘整，最终在 2018 年初正式破位下行开始走弱。同一时期十年期债券价格从 2016 年开始跳崖式下跌，一直维持到了 2018 年初期筑底开始反弹。从 2016 年到 2017 年间的通胀预期直接压低了债券价格，但是随着通胀预期被市场证伪退潮之后，从 2018 年开始 PPI 明确掉头向下，十债开始筑底震荡上行。从现在的情况来看，十债已经突破了当时 16 年初的高点，悲观预期超过了当时的市场环境。但是目前的 PPI 只在 -2% 左右徘徊，没有达到 2016 年时候的 -6% 的极端情况。所以说目前的通缩预期强烈，但是实际通缩情况还没有反应起来。再看图一、十债价格和 CPI 其实没有明显关系，若果非要说的话，CPI 和 PPI 呈现出反向波动走势从 2018 年开始 PPI 破位下行，同一时期的 CPI 却开始持续走高，这反映在盘面就是农产品和终端消费品持续涨价，但是生产端价格却在不停下跌。未来的悲观预期和去库存行为导致生产端不在扩大产出，自然生产者价格指数持续下行，但是终端消费没有跟随大量下降，所以短期的供给减少引起了终端消费品的价格上涨。反映在了股市盘面同样出现了大量的涨价行情，特别是 2018-2019 年间几乎超过大半的股票行情都是由于这个企业的提价能力强，通过涨价引起利润率提高，在周转率稳定的情况下，高的毛利率引起估值上

涨。从这里可以看到 2018 年是个关键的转折年份，同时对于 CPI 和 PPI 来讲，他们之间的强弱关系明显转变，市场从生产端彻底倒向了消费端。再看商品价格盘面表现，由于大部分商品都是基本工业品，他们价格都是在生产端的主要生产要素，所以商品价格总体从 2018 年之后开始了明显下行趋势，同时居民消费端的商品却开始了明显的上涨和强势走势，这背后的主要原因就是 CPI 和 PPI 的剪刀差走势引起的重新定价。从上面组图中还有一点看得明显，就是对于中国经济而言，PPI 生产端的价格变动更为重视，是 PPI 直接影响了长期的通胀预期，这一点反映在了十债的盘面价格当中。随着 PPI 的大幅上行，市场直接给出了十债价格暴跌的市场定价，同时随着 PPI 开始大幅走弱，市场再次给出了十债连续两年上涨突破新高的定价。这种对未来的预期主要是受到生产商指数左右为主的，背后的原因还是因为中国依然是制造业为主的发展中国家，经济的命脉主要来自工业品和重资产价格，不像美国主要依靠服务业和高科技产业附加值为主，所以他们的通胀预期可以主要锁定在 CPI 也就是消费端的变化上面。可以推理，如果中国完成经济转型，那么以后的通胀预期主导逻辑就会从 PPI 逐渐转变到 CPI 轴心主导的定价逻辑上来。

理解了这一层逻辑之后，我们在用十债价格对比主要的商品价格来观察相关性，这里选取铜，螺纹钢，PTA，沥青，白糖，棉花，大豆，玉米作为主要的观察对象。



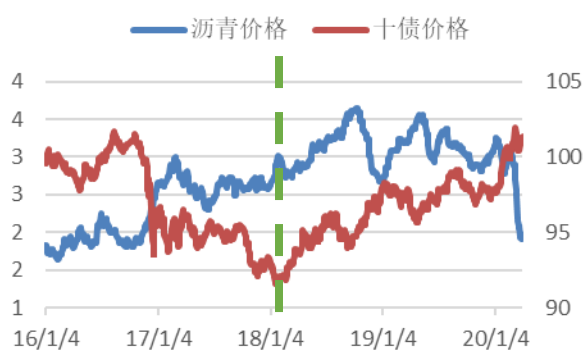
图三、铜和十债价格



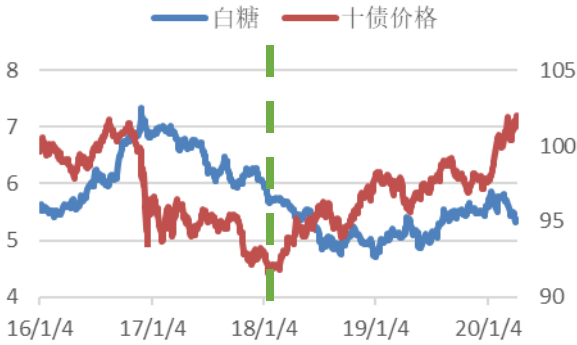
图五、PTA 和十债价格



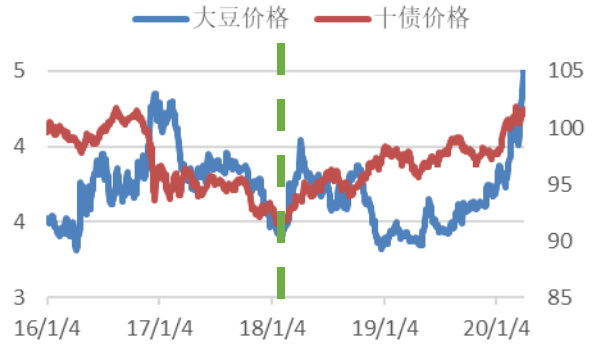
图四、钢材价格和十债价格



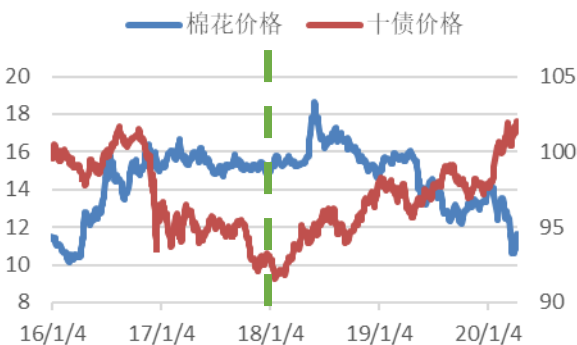
图六、沥青和十债价格



图七、白糖和十债价格



图九、大豆和十债价格



图八、棉花和十债价格



图十、玉米和十债价格

从上面的组图中可以看出，有色和黑色系对于十债的相关性呈现明显的负相关，能化品种和棉花对十债没有很明显的负相关，但是大周期上的还是会受到通缩预期的压力。能化品种的主要还是受到原油价格影响。这里可以看到棉花主要的走势还是跟随能化品种的，在农产品中棉花更多的展现出工业品性质而不是农产品那样的必需消费品。再看农产品端，我们看到农产品基本上和十债价格正相关，这背后的主要原因是 CPI 的持续上涨，在这一方面我们看到对抗一直下跌的 PPI 和十债映射的通缩预期，使得农产品成为很好的防守商品。这里需要说明的是，这种关联性并不是一定存在的，这一次的 CPI 和 PPI 的剪刀差并不是一定会出现的一个逻辑，而是恰巧出现的现象。以后如果发现十债价格持续给出通缩或者通胀的预期，还需要真正审视一下背后的 CPI 和 PPI 是不是有明显的分歧和强势弱势。这里看到玉米，淀粉和大豆价格都是呈现出明显的农产品刚需特点的商品，棉花主要变现为工业品属性，白糖则走势相对独立，表现为独立的周期性震荡走势特点。

下面我们再看人民币价格变动和十债的历史走势之间的关系：



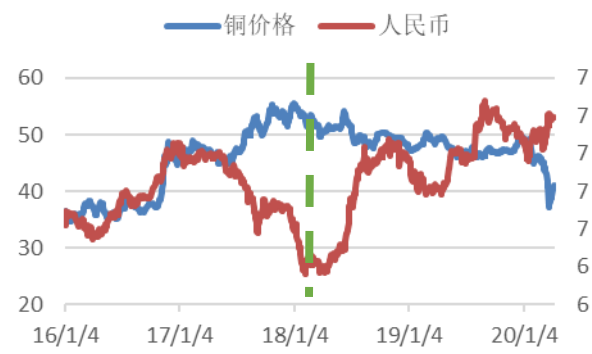
图十一、十债价格和人民币

从上图可以看出，十债价格和人民币走势长期来看呈现正相关关系，十债上涨预示着通胀预期消退，或者严重的预示着通缩的到来，同时人民币在同一时间往往呈现贬值的趋势。人民币贬值说明资金外流，中国资产对外吸引力下降，同时伴随着债券价格大幅上行，说明整体来看国内的资金开始收缩，同时内部存量资金的再分配过程中大量的资金选择流向了债券市场，这种走势势必导致内盘股市的大失血，导致往往在人民币贬值和债券价格高企的时候股票市场会很弱势。这里我们可以看到一个明显外资投资逻辑：中国通胀开始下沉，PPI 下降，作为主要的制造业国家，势必导致经济下沉，外资开始流出，导致本币贬值，国内存量资金减少和向债券市场的分流再次引起股票市场的失血，而股市的失血引起财富效应的消减从而开始抑制消费欲望，导致经济预期进一步下行。这种连锁反应十分明显的解释了为什么内盘股市从 2016 年以后一直试图突破进入多头，但是每次都失败而终。这里我们有必要多做几种不同的沙盘推演。

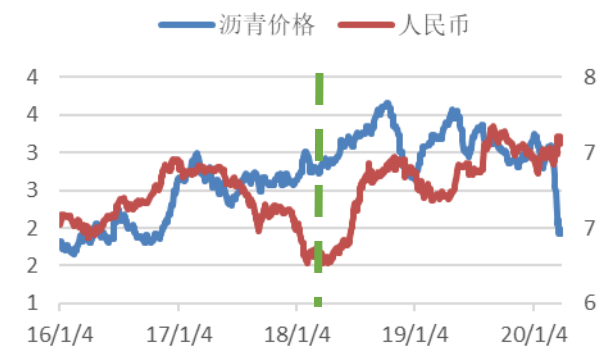
- 情况一：PPI 下行---通胀预期和经济预期回调---外资流出---人民币贬值---存量资金博弈下债券受到通胀下行而被追捧---股市失血下跌---财富效应消减---消费下降---经济预期进一步下跌
- 情况二：PPI 下行+外资流入---通胀预期下行+增量资金入场---人民币升值---债券由于通胀下行被追捧+股市受到增量资金支撑---财富效应稳定+资产价格下行---消费能力上行---经济预期未知
- 情况三：PPI 上行---通胀预期和经济预期升温---债券遭到抛售---外资流入---人民币升值---增量资金入场+存量资金在分配到股市---股市上涨---财富效应增加+资产价格上升---消费欲望上升（但是实际消费能力未知）---经济预期升温
- 情况四：PPI 上行+外资流出---通胀预期和经济预期升温---债券被抛售+外资流出---人民币贬值+国内资金开始收缩---存量资金减少+内部再分配导致债券减少---股市资金增量未知---内部通胀上行导致消费能力下降---经济转向悲观同时内部货币减伤---通胀预期回摆+经济预期下行

但从人民币和债券价格的配合走势上就有四种不同的情况，同时在动态博弈变化过程中每一个环节都有可能根据当时的不同调控力度进行市场预期的重新修正从而扭转预期。所以并不能从某个现象一下子想到未来很远的事件发生，我们只能根据当时的市场反应进行相机抉择而已。

下面再看人民币相对不同的商品价格之间的相关性：



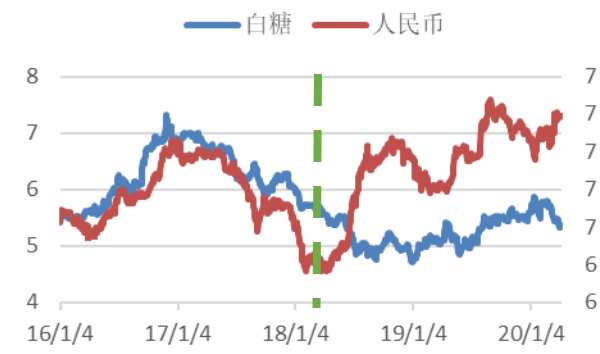
图十二、铜和人民币



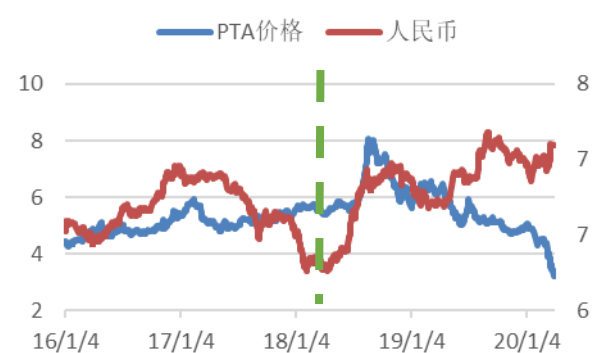
图十五、沥青和人民币



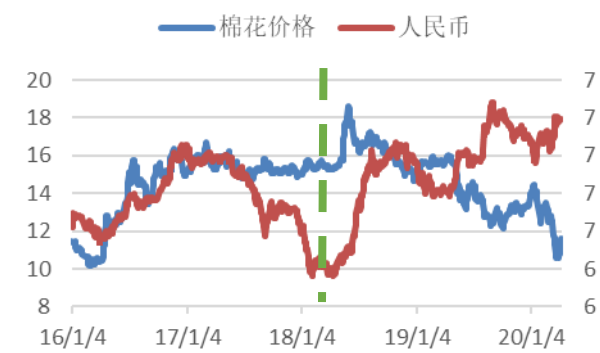
图十三、钢材价格和人民币



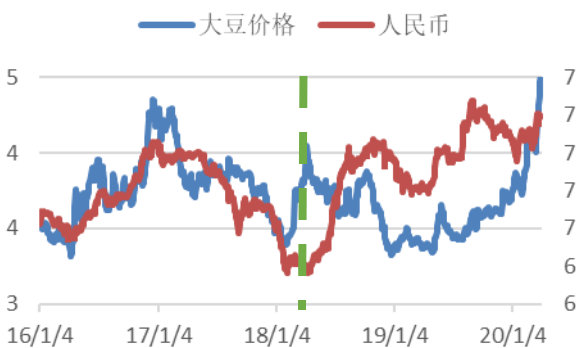
图十六、白糖和人民币



图十四、PTA 和人民币



图十七、棉花和人民币



图十八、大豆和人民币



图十九、玉米和人民币

从上面组图中可以看到人民币对于不同商品的影响力是不同的，往往受到通胀预期明显的商品以工业品为主都和人民币相关性不大，但是一旦商品本身受到通胀预期影响不大，这个时候左右商品运行的逻辑就会落在人民币身上。其中以必需品为主的农产品类特别明显，可以看到大豆，玉米，淀粉甚至白糖都是和人民币呈现明显正相关的走势。同时这些品种和十债价格呈现明显的正相关。他们是通缩预期来到的时候还能保持价格的商品，对抗通缩预期的利器。再看所有工业品，其实对人民币的反应都没有很明显，主要原因是左右它们运行的其他宏观变量更为重要的原因。比如政策导致的供给和需求错位产生强烈的预期等等。这主要是以有色金属和黑色系为主的。能源化工品种属于夹杂在两者中间的一个版块，它一端呈现明显的工业品属性，另一端消费商大部分用在了民用生活方面。同时有大部分的化工品都是原油加工的副产品，所以他们的价格又直接受到原油价格影响，在原油价格给定不变的前提下，化工品会更受到工业品影响大于人民币的影响。所以从这一点出发单单观察到人民币贬值会对盘面商品的价格影响没有想象中那么大，主要影响的上涨品种集中在农产品板块。但是观察到十债价格发生根本转变的话影响的范围会大很多，主要是有色和黑色系会和十债价格呈现负相关关系。能化品种则主要关注原油的趋势性，叠加部分十债走势的通胀预期反应作为参考来确定大趋势的方向。

了解了这些之后，我们还要弄清楚一个关键的问题：在历史中这里从 2016 年到现在为止，不同历史阶段从十债价格和人民币价格综合表现来看，都有哪些品种反映最好不论多空，从而进行投资组合的构建呢？

首先我们回顾一下人民币和十债价格对比图如下：



图二十、十债价格和人民币对比

这里我们进行比较细致的区间划分，一共分为 3 个阶段。

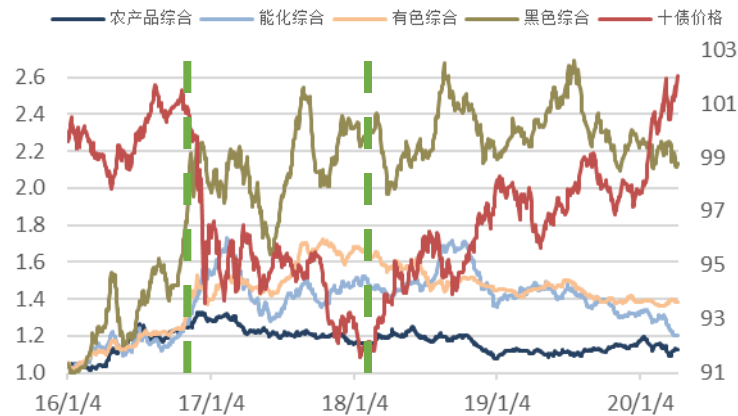
第一阶段，2016 年初-2017 年初：十债下行+人民币贬值=通胀预期产生+外资流出。

第二阶段，2017 年初-2018 年初：十债大幅下行+人民币大幅升值=通胀预期确立+外资流入。

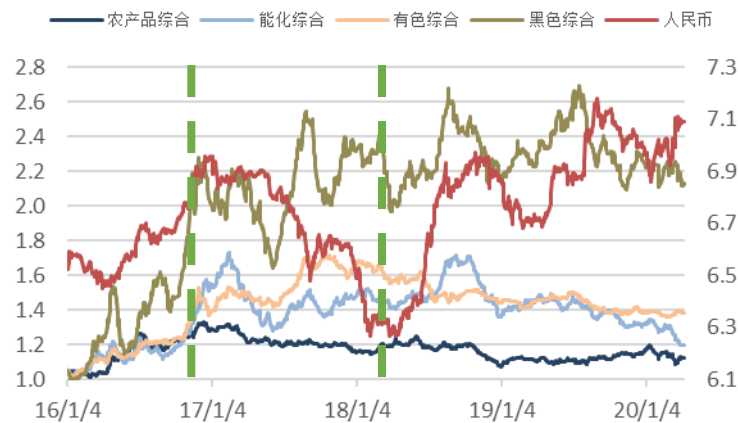
第三阶段，2018 年初-2020 年初：十债反弹+人民币大幅贬值=通胀预期回摆+外资流出。

从 2016 年开始中国市场出现了一轮大复苏预期，从 2015 年的股灾之后用了一年时间让大盘情绪恢复，直到 2016 年初大盘筑底。同时商品市场开始了大反弹行情，从黑色系开始带领反弹，然后有色和能化板块跟随。投资者看到了商品市场的大反弹之后，通胀预期开始升温，商品市场的反弹开始并没有引起债券市场对通胀的预期升温，起初投资者都认为这只是一次小反弹，直到 2016 年末期，十债价格突然崩塌，市场预期来了个 180 度大转向可以说这是一次预期惊喜，超预期反应进行了暴利定价。所以这次大反弹其实是从商品强力复苏开始的，然后影响到了债券市场的通胀预期，进而引起了全国范围的通胀预期，经济大幅复苏，外资开始持续流入。所以这次强复苏确实是响应了供给侧改革的政策（从 2015 年末期开始提出并实行），是一次有效的政策引导的经济提升。所以从 17 年到 18 年，中国经济经历了复苏和通胀预期升温，同时外资热钱流入炒作，直到 2018 年初，随着十债价格的筑底，人民币的升值趋势开始降温。从 2018 年之后，供给侧改革的红利退潮，黑色系价格已经拉到了高位并且开始再次显示出疲软的趋势，同时有色金属和化工品基本都已经回吐了当时供给侧改的红利价格区间。这时候，我们再次开反应时间问题，同样的道理还是从商品的首先疲软之后，引起了债券市场对通胀的重新定价，然后十债价格首先筑底反弹。十债反弹之后通胀预期的回摆行为传导到了整个市场，之后人民币价格开始松动，外资止盈离场，人民币价格开始筑底反弹（贬值）。同样的反应逻辑，同样的反应时间只是相反的方向。

下面我们分板块看这几个阶段的商品总体表现和反应时间，这里有色板块指数采用铜，铝和锌的综合价格，黑色系使用铁矿石，螺纹钢和焦炭的综合价格，化工品板块采用 PTA，沥青，甲醇和橡胶综合价格，农产品指数采用大豆，豆粕，豆油和棉花、白糖的综合价格指数：



图二十一、十债与板块指数



图二十二、人民币与板块指数

从上面的对比图中可以看到，不同的三个阶段商品板块反映的时间和力度明显不同。

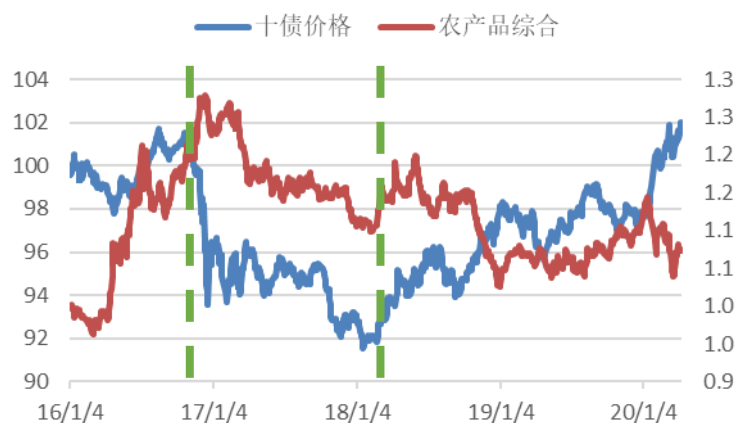
第一阶段，2016 年初-2017 年初：十债下行+人民币贬值=通胀预期产生+外资流出。这一阶段中，主要是黑色系品种受到供给侧改革影响，政策发力使得价格暴涨，但是盘面上的债券方面没有响应这一次的拉升，认为市场只是板块个体行为，不能引起整体的中国通胀预期抬升，所以当时的债券和人民都在继续之前的经济预期悲观和通缩的定价趋势。债券市场这么反应其中道理就是：在第一阶段之后黑色系暴力拉升了，能化和有色品种没有强力跟随，我们看到盘面价格上面有色和能化品种在整个 2016 年上半年区间没有明显的拉升过程，但是从 2016 年末期开始明显发力。正是我们的阶段性分界线上，市场风险情绪发生了明显的转变，随着能化和有色的暴力拉升，市场对生产者端的通胀出现了明显的预期定价。可以看到几乎是同一时期，黑色系走出暴利新高，能化和有色大幅拉升突破新高，债券价格跳水式崩盘，人民币还没明显反应，只是止跌筑头。这一阶段表现最差的就是农产品端，主要原因是农产品端主要对应着消费者指数，以食品为主，通胀是从工业品开始的，所以农产品端相对平静。

第二阶段，2017 年初-2018 年初：十债大幅下行+人民币大幅升值=通胀预期确立+外资流入。第二阶段主要特征是十债价格崩盘，人民币大幅升值，经济强复苏预期被市场吸收。这一阶段黑色系

继续上行，但是上行过程开始变得崎岖，出现了大幅回调和震荡，理解为多头的止盈盘开始出现，但是有色开始发力，出现了明显的暴力拉升行情，再看能化端由于原油成本价格制约，没有走出明显的暴力拉升行情，相对走的比较弱。农产品则开始了回调走势，直到 2018 年初农产品几乎回吐了全年涨幅。所以盘面上来看，这种通胀一直反应不通畅，卡在了工业品生产者端没法流通，无法引起全国普遍通胀预期和价格复苏预期。这一阶段的市场反应很有意思，工业品端的通胀如火如荼，农产品十分安静，被加在中间的能化品种受到原油的制约想飞却怎么也飞不高。中国供给侧改革引起了供给端的收缩，造成了供需失衡，推高了成本端的价格。但是没有有效刺激起需求端的扩张，需求依然疲软，这就是为什么原油始终没有受到供给侧改革引起增量需求，以至于化工品板块一直弱弱的。所以实行了一年后，供给侧改革的红利消失之后，疲软的需求端再次给商品价格施加了超重力。

第三阶段，2018 年初-2020 年初：十债反弹+人民币大幅贬值=通胀预期回摆+外资流出。这是供给侧红利消失以后的反省过程，从 2018 年开始有色率先崩盘，黑色强势震荡，但是同时能化品种迎来了一次小高潮。这一次能化的上涨主要是由于原油组织减产协议达成，可以理解为是一次原油的供给侧改革。很有可能是 OPEC+看到了中国供给侧改革的成果之后，觉得此法可行，然后效仿者同意了这次原油的供给侧改革。但是原油的反弹没有维持很久就因为内部的不协调开始崩溃，各个国家为了自己的利益明修栈道暗度陈仓，使得原油的供给侧改革中道崩殒。这一阶段中国的市场情绪开始冷静，有色回到空头趋势，黑色系开始宽幅震荡，同时股票指数也开始疲软。同一时期的农产品端还是相对稳定的，虽然表现并不理想，但是因为之前的涨幅不大所以回调空间也相对较小。可以看到 2019 年末期，十债价格走出了盘面新高，通缩预期强烈被市场吸收，同时外资大举流出中国，人民币价格也逼近了近五年低点。市场在供给侧改革彻底退潮之后找不到合理的出口。对经济的预期开始比之前还要悲观。直到 2020 年之后 OPEC+彻底决裂，沙特和俄罗斯价格战开始，原油崩盘，能化跟随跳水，有色和黑色也跟随下行，只有农产品在这时候开始表现强势。从现在市场环境来看，债券市场和外汇市场已经把价格吸收和反映到了比 2016 年初更差的预期上，预计中国市场会比黑暗的 2015 还要糟糕，那么商品价格通缩可能会超过 2016 年的低点。事实上现在大部分能化品种已经跌破了 2016 年初的那个历史性点价位，所以盘面整体跌破历史最低点并不是空穴来风。

*对于农产品的分析稍后会单独进行，因为农产品波动幅度太小所以要单独做图表。



图二十三、十债价格和农产品



图二十四、人民币和农产品

从上图可以看出，农产品对于十债价格反应并不灵敏，甚至大部分时间根本是正相关的，十债价格跳水农产品跟随跳水，这是不符合基本经济规律的。所以这种偶然的链接不能成为操作的依据。农产品这种过程中主要和人民币的走势呈现负相关，人民币贬值导致农产品价格上涨。因为中国是农产品最大的消费国，大量的农产品依赖进口，从图二十四可以看到基本上人民币的贬值会引起农产品的升值，同时人民币升值也会给农产品造成压力。同时可以看到从 2018 年以后通胀的回摆甚至到最后通缩预期的再次升温，农产品能够依然变现抗跌的特点离不开人民币的贬值。这就是为什么在经济开始疲软，通缩预期开始盛行之后，外资大量流出导致人民币大幅贬值，这反而给与了农产品价格支持，是的农产品在这场风暴之中能够独善其身成为避险品种的一部分。



图二十五、十债和人民币

现在人民币还在贬值区间，同时十债价格在历史最高位，目前盘面已经吸收了大部分对中国通缩和经济衰退的预期，后期可能出现以下几种情况：

1. 债券新高+人民币新低---外资流出+衰退预期加重---股市看空+经济预期看空+黑色和有色持续下跌+农产品强势---等待新的财政和货币政策干预
2. 债券回调+人民币新低---外资流出+衰退预期降温---股市盘整+经济预期回摆+黑色系和有色止跌+农产品强势---价格预期上行引起通胀预期---股市受到涨价行情影响震荡上行
3. 债券新高+人民币升值---外资流入+衰退预期加重---增量资金入场股市筑底+经济看空+黑色有色继续下跌+农产品开始走弱---价格重心下移导致通缩预期加重---等待新的财政和货币政策干预
4. 债券回调+人民币升值---外资流入+衰退预期降温---股市震荡上行+经济预期好转---黑色系强势震荡+有色大幅反弹+农产品走弱---价格重心上移+通胀预期升温---股市受到涨价预期和经济回暖持续上行