

由于国内五一长假不开盘，本周给出一次逻辑性复盘的特别篇总结。

**\*\*\*市场就像是只勇往直前的帆船，没人知道终点在哪里，所以我们要时刻留意包括风向，海浪，礁石等等因素才能避免丧命。\*\*\***

---Alan

本文对市场的认识主要基于上面的理念，从市场的多个侧面来理解市场当下的行为，在假定当下市场环境会继续的前提下进行逻辑推演。这么做肯定不能保证每次都正确，但至少在市场整体变化了的时候不会站错边。

金融市场大致将资产分成了以下几类：

1. 外汇（短期反映了市场的货币供需平衡，长期反映了一国的经济基本面）
2. 债券（短期反映了市场对风险的态度，长期反映了市场对通胀的预期）
3. 股权（短期反映了市场对风险的态度，长期反映了市场对经济的预期）
4. 商品（短期反映了市场对货币和利率的态度，长期反映了市场对供需的预期）
5. 地产（主要反映了对政策的预期）
6. 储蓄（主要反映了对风险的态度）

这几个市场就像是几个蓄水池，货币从其中一个经过转手流入另一个，基本的传导方式如下：利率变动+利率差→外汇趋势+债券趋势→股权趋势→商品趋势→利率政策再评估。比如一个很简单的例子：一个国家政策面决定开始提高该国利率，那么大概率短期内会引起部分的外资套利资本流入，而进入的资本要寻找一个合适的稳定增长的载体，可能是地产，股市或者实业投资，从而推高该国的资产价格，同时由于利率的提高直接导致债券价格和固定股息类资产价格未来折现价格的下跌，从而债券市场会最先反映出下跌，而债券市场的下跌预示着资金开始从债券市场转移，如果增量资金选择了股市，那么短期来看股市受到了增量资金和加息的双重影响，大概率加息引起的价格下跌会被资金热情覆盖导致整体上涨，而股市代表了企业价值，企业价值开始上涨会引起企业增加投资从而带动商品价格的上涨，最后商品价格的上涨达到一定程度会引起对通胀的担忧，从而使国家开始收紧投资和货币政策。

放大了来看，市场的资金流动总是起源于一个国际的利率变动的，利率高的国家在短期内会受到市场是套利资本的青睐，从而会有短期的资金大幅流入，而流入的资金就有可能进入实业投资，地产投资或者金融市场。而市场的趋势演变则来自于资金的关注。

## 一，避险货币，货币和股市



- 日元作为避险货币的重要指标，大部分情况下能够反映市场的宏观风险情绪。可以看到日元作为很好的宏观风险情绪衡量指标基本上与内盘股市同步波动，日元的大幅升

值基本对应了内盘的下降阶段，同时日元的大幅贬值基本对应了内盘的筑底和拉升阶段。在 2015 年的杠杆牛巅峰时期日元的贬值也同时达到了巅峰，之后的崩盘也对应了日元的大幅升值。市场在极度抗风的时候大概率会从日元撤资，转投入高风险高回报的标的，当风险回归时资金会在度投入日元的怀抱。同时 2019 年这次的内盘暴涨也对应了日元的大幅贬值。

- 人民币作为衡量中国与外界资金流动的指标，基本上领先了内盘股市半年左右的时间，当外资开始流入中国时候最直接的反应就是人民币受到外资追捧开始升值，而刚进入的外资需要几个月的时间进行资产配置和相关法律手续，这很好的解释了为甚了人民币的流动肯定是要领先于外资引起的盘面变化的。但是应该注意到，外资毕竟总量来说是很少数的，所以当市场内的存量资金缩减（表现为交易量下跌）时候外资的影响就会扩大，表现为人民币币值对内盘股市的影响在成交量低迷的情况下远远大于成交量亢奋的阶段。最直观的反应时当 2015 年内盘股市走出杠杆牛的时候，人民币其实是发生了暴力贬值的，也就是说外资在杠杆牛中其实是逐步撤离的，因为这种撤离相比于内盘股市的成交量已经十分微小，所以并没有引起趋势的立刻转变。也就是说人民币汇率作为市场资金流动的衡量指标仅在成交量小的时候是有效的。那么在成交量大的时候人民币汇率只能作为一个风险预警的参考指标，如果发生大量贬值证明外资开始撤离，配合趋势发生变化就可以基本断定趋势发生改变。
- 结合上面三张图做一个简单的复盘：
  - 2011 年-2012 年内盘股市处于震荡下行阶段，同时人民币开始暴力升值，日元开始暴力升值，宏观风险情绪十分紧张，同时外资开始流入中国，但是流入的资金没有立刻进入股市。
  - 2012 年-2013 年内盘股市先扬后抑，整体震荡，同时人民币继续升值，外资流入，配合日元开始进入贬值区间，宏观风险情绪释放，大类资产配置开始进入股市。
  - 2013 年-2014 年内盘股市整体宽幅震荡最后基本收平，同时人民币继续升值，外资持续流入，日元暴力贬值，宏观情绪开始变得亢奋，大类资产配置对未来十分乐观加大力度流入股市。
  - 2014-2015 年内盘股市前半年横盘之后开始第一阶段的有效突破，同时人民币结束升值周期开始筑底，日元同样经历小幅横盘之后开始暴力贬值，宏观情绪亢奋程度再创新高，卖房炒股时代开始。
  - 2015 年-2016 年内盘股市前半年暴力拉升穿历史新高，后半年暴力崩盘，同时人民币前半年横盘之后出现单日暴力贬值，外资加速离场，同时日元同步到顶，但是并没有开始大幅升值趋势，说明宏观风险情绪开始变得谨慎，但是并没有开始讲大类资产配置大规模撤离股市。从这里可以看到，日元衡量的是全球性的风险指标，所以只有内盘的预警并不会大幅度反映到日元的涨跌上，同时人民币的持续流出却着实在是一年前就已经发生了的，整两个预警信号配合内盘股市的破位下行没有给出明确的趋势转变信号，但是给出了预警。
  - 2016 年-2017 年内盘股市震荡上行，人民币继续大幅贬值，在大盘成交量很小的情况下，叠加了外资的持续撤离限制了内盘股市的涨幅，同时可以看到日

元经历的暴力升值再到暴力贬值的走势，说明 2016 年是一个宏观情绪十分不稳定的年份，同时制约了内盘股市涨幅。这里可以看到虽然在崩盘之前这两个指标反映明显迟钝，但是在崩盘之后他们却能给出很好的外部风险参考，两者同时处于不利的趋势在 2016 年限制了内盘股市的反弹行情，最终整体全年强势震荡。

- 2017 年-2018 年内盘股市震荡小幅上行走出阶段性新高，人民币开始暴力升值，一时间外资大举流入中国，同时日元在这一年基本处于弱势震荡走势，最终小幅收跌，说明 2017 年是一个没有明显宏观风险事件的年份，配合着人民币的大幅升值，外资在没有宏观担忧的情况下会选择超配股市，一定程度上给内盘股市带来了增量资金参与博弈，促成了内盘的年内新高。
- 2018 年-2019 年内盘股市再度崩盘，全年稳定下跌，人民币在年终开始进入暴力贬值区间，外资再次大局流出中国，在 2018 年的市场没有充分的增量资金入场的情况下，外资也选择了暂时撤离，导致市场再次缺血完全回吐了 2017 年的全部涨幅，走出阶段性历史新低。日元在这一年也走出了年初暴涨之后稳定贬值的行情，说明这一年的年初的确发生了风险事件，但是随后事件很快平息，但是外资持续流出中国。造成内盘年内大跌。
- 2019 年---内盘股市放量突破，暴力拉升进入多头，人民币于 2018 年末开始进入多头，并加速升值，外资再次大量流入中国，同时配合了日元在年初再次大幅贬值回到空头，宏观情绪再次好转，但是没有达到亢奋，外资带来的增量资金点燃了内盘的做多热情。可以从盘面看到目前的成交量已经显著放大，说明除了外资内地市场的存量资金也开始入场博弈，在这种情况下人民币的走势将不会在大方向左右内盘股市趋势，所以需要观察新的资金流动指标，比如融资数据，债券市场走势等等，但是一旦成交量再次收缩，那么人民币的汇率将会再次走上舞台。目前来讲人民币汇率还在多头，外资没有明显撤离痕迹，同时日元走势维持空头趋势良好，宏观风险很弱，大类资产倾向于高风险配置，股市仍然看多。

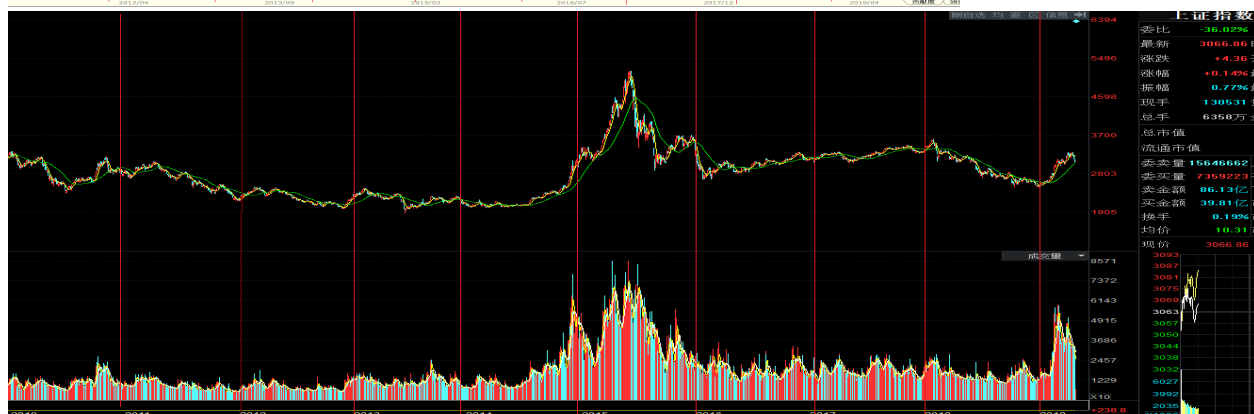
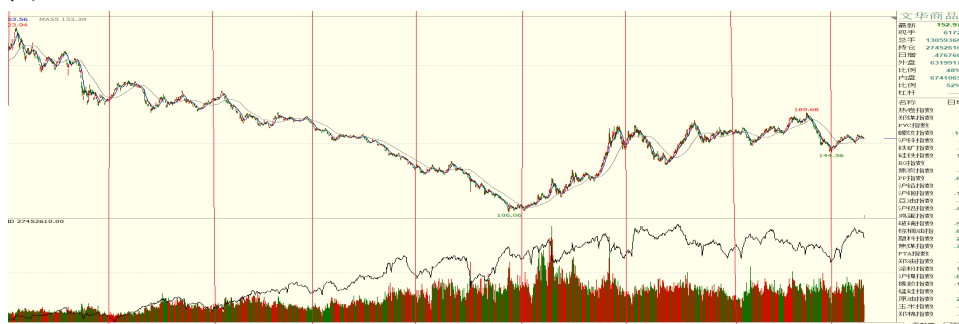
## 二，商品，股市和货币



- 商品市场大致上来看与人民币汇率成反向波动，也就是说当人民币汇率开始大规模升值的时候商品往往表现弱势，甚至暴跌，当人民币汇率开始进入贬值通道的时候商品

市场开始回暖爬升。但是从上图可以清楚地看到他们的变动并不是同时的，而是外汇市场往往领先商品市场趋势长达 2 年左右的时间（外汇从 2014 年开始反向，商品从 2016 年才开始反向），这其中原因后面的章节会提到。但是从经济运行角度讲，这种反向波动是非常合理的：主要原因是因为中国是一个主要商品的净出口国，对于国内的每年净资金流中国完全处于贸易顺差，也就是说每年的出口品数量总价值远远大于进口商品总价值，那么在人民币在升值过程中会极大地削弱中国的贸易品的出口优势，导致商品出口受到制约，国内囤积商品增多进而导致内部商品供给大于需求价格开始下跌，同样的道理，在人民币处于贬值通道的过程中，出口品优势增大拉动需求导致价格上涨。

- 股市和商品市场的关系看起来不是特别清晰，大致上如果把股市的时间轴向后移动一年半，那么基本上股市的定点会和商品的低点重合，也就是说股市的行情一般来说领先于商品综合指数的变化将近一年半。这样就能得到一个基本吻合的走势，如下图所示：



主要原因来自于以下的传导路径：股市的上涨→预期经济上行→企业盈利改善，未来盈利预期提升→企业估值提高，股价提高，开始加大投入→总需求提高，商品需求提高→形成正反馈过程，直到预期经济过热→...

应用这套逻辑可以看到，在 2014 年下半年底左右股市开始了彻底好转，但是商品市场却持续下跌到了 2015 年底才开始转向。随后从 2014 年中旬到 2015 年中旬股市场走出了历史性地大牛市，同时商品市场也从 2015 年底到 2016 年初走出了罕见的暴力多头行情，而后在 2015 年中旬股市开始暴跌，商品市场也在 2016 年初来了一次大幅回调，就连暴跌之后的反弹也都基本吻合只是幅度不一样，在往后的两年从 2016 年初到 2018 年初的股票市场呈现稳定的小幅缓慢爬升，同样的商品市场也在 2017 年中旬开始了正当上行直到 2018 年中旬，再看最近期的股市行情，从 2018 年初开始的

暴跌持续了整整一年直到 2019 年初才开始再次多头突破，回应道商品市场同样也是从 2018 年后期开始暴跌预计将会持续下跌到 2019 年中期，并在 2019 年下半年开始正式绝地反击。所以，总体上来讲股票市场的整体行情会领先于商品综合指数一年多左右的时间，在趋势上面商品会追随股市的行情而变动，但是具体的波动幅度上面却不完全相同。

- 结合上面三张图做一个简单的复盘：
  - 从 2010 年下半年到 2011 年上半年股市持续震荡上行，同期人民币暴力拉升，进入完全多头形态，资金持续流入中国，同时商品市场也走出了暴力多头行情，形成了阶段性的高点，这一时期属于中国真是经济增长远高于其他国家的时期，所以内需和消费拉动了商品价格和企业的盈利，同时伴随外资大量流入，推高了人民币价格。
  - 2011 年，股市持续下跌，同期人民币持续升值，外资加速流入中国，同时由于人民币持续升值引起了出口优势的下降，导致商品开始了暴跌，柱头完成，这一时期的企业开始了挤泡沫，从而终端需求下降，同时由于本币升值导致了出口下降，商品过剩情况开始产生
  - 2012 年，股市继续缓慢下行并走出新低，商品总体呈现宽幅震荡格局，全年基本收平，同期人民币开始了加速升值，并达到了历史最高值，这一年全年的走势基本延续了 2011 年的逻辑，股市探底，商品宽幅震荡，经济情况持续恶化。
  - 2013 年，股市呈现弱势震荡，全年结束基本收平，同期商品市场开始了完整的暴跌，并正式宣告进入长期空头，但是人民币却开始了历史性地贬值趋势，走出了罕见的暴力放量暴跌突破，外资开始持续流出中国，但是同时短期的流出却反而修正了中国的出口竞争力，导致企业重新开始消化库存，出口再度开始缓慢恢复，对未来盈利能力的预期使得内盘股市开始筑底。
  - 2014 年，股市开始了长期的横盘整理，并于这一年的后半段开始了爆发，放量突破进入多头，同期商品市场走出了阶段性新低，惨烈的空头行情，明显的商品市场的跌幅远大于 2013 年股市的跌幅，这主要是商品市场对于基本面的转变过程较慢，库存没有笑话结束导致的，同时人民币持续暴力贬值，外资加速流出，同时出口开始快速回复，经济重新开始回暖。
  - 2015 年，股市在这一年的中旬达到了顶峰，并于下半年开始了崩盘式下跌，同期人民币汇率持续全年贬值，外资加速流出，再看商品市场，在 2015 年上半年小幅横盘之后，下半年再度开始暴跌，基本迎合了 2014 年股市上半年的萎靡行情，只是股市没有下跌，但是商品却结结实实的走出了历史新低，在这一时期人们对经济开始有了复苏预期，同时商品市场进入了最后的库存消化期。
  - 2016 年，股市从年初深度挖坑之后开始了缓慢爬升之路，震荡上行走完了全年，同期商品市场开始了绝地大反攻，开始了一轮暴力多头行情，多个品种走出了历史新高，配合着人民币走出了历史新低，持续全年贬值，出口情况持续恢复，内需转好的预期叠加了出口的增多，同时配合了内部政策推动了全年的商品大牛市。

- 2017 年，股市继续全年缓慢爬升，并在年末走出了阶段性新高，同期商品市场全年呈现 V 型震荡，没有主题趋势，这主要对应了 2015 年末到 2016 年中旬之间的股市走势，开始时候是剧烈崩盘，而后 V 型反弹，最后宣告失败继续下跌，再次应证了商品总体来讲是效仿股市运动的。这一时期人民币却开始了再次的大规模升值，年初大幅升值，年末开始小幅反弹，这一走势说明外部市场再次开始进入中国，同时看到由于升值太快速，原本积累的市场去库存预期开始产生动摇，导致商品剧烈震荡，基本上这一年的商品震荡大多数来自于外汇市场的震荡传递。同时市场遵循了股票市场在一年半以前的基本走势逻辑。
- 2018 年，股市从年初开始了全年的暴跌走势，大多数个股完全打破了之前牛市崩盘的底部区域，走出了历史性新低。同期商品市场呈现出震荡上行态势，完美的迎合了股票市场在 2016 年后半年到 2017 年后半年之间的缓慢上行走势。同时外汇市场于年初挖坑之后开始了新一轮的大规模贬值，直逼 2016 年的最低点，最终收于历史最低附近。可以看到这一时期的市场人民币以重回贬值趋势为主，让本来破灭了出口去库存希望的以死灰复燃，随之而来的就是商品市场的强势，同时由于人民币的剧烈贬值加上内盘股市的成交量继续下滑，从而使得盘口比例外资占比大幅上升，导致外资的持续撤离影响了内盘指数的变化，从而形成了全年的持续缩量下跌，最终收盘于大牛市崩盘底的下方。但是这一时期的商品市场依然很好的迎合了 2016 年后半年到 2017 年后半年内盘股市的基本震荡上行的趋势。
- 2019 年，股市从年初开始绝地反击，放量突破上行，伴随人民币破位拉升，从新回到多头趋势，外资加速流入中国，同期的商品市场则从 2018 年后期开始了深度回调，这一反应比预计的着实提前了半年具体原因稍后再分析，但是人民币的大幅升值却是不利于商品的出口导致库存再次开始上升，出口的减弱同时压低了国内商品的价格，使得商品整体深度回调。对照股票市场 2018 年初的大跌走势来看，我们认为的基本逻辑依然成立，不同之处只是这次的反应提前了半年来到，预计于 2019 年中旬开始的商品市场大跌提前于 2018 年后期到来，这并不影响我们的判断，介于股票市场的下跌趋势持续了整个 2018 年，这里预计本次的商品市场回调持续时间也应该在 1 年左右，也就是说，从 2018 年后期开始的下跌预计会持续到 2019 年后期。但是集体情况也要参考外汇在同期是否发生了趋势上的转变，目前来看外汇市场人民币持续走高，会持续压制出口能力同时影响了去库存过程。当然目前的库存积压水平已经比 2015 时期好了很多，生产商也更加小心的进行生产扩大，所以库存积压水平已经没有当时严重了。



### 三，股市，债券和货币



- 债券市场采用五年期国债期货价格进行对比参考，上图的起始时间是2014年初，直到2019年报告时间截止。可以看到大致来讲债券市场衡量了对未来加息预期和避险

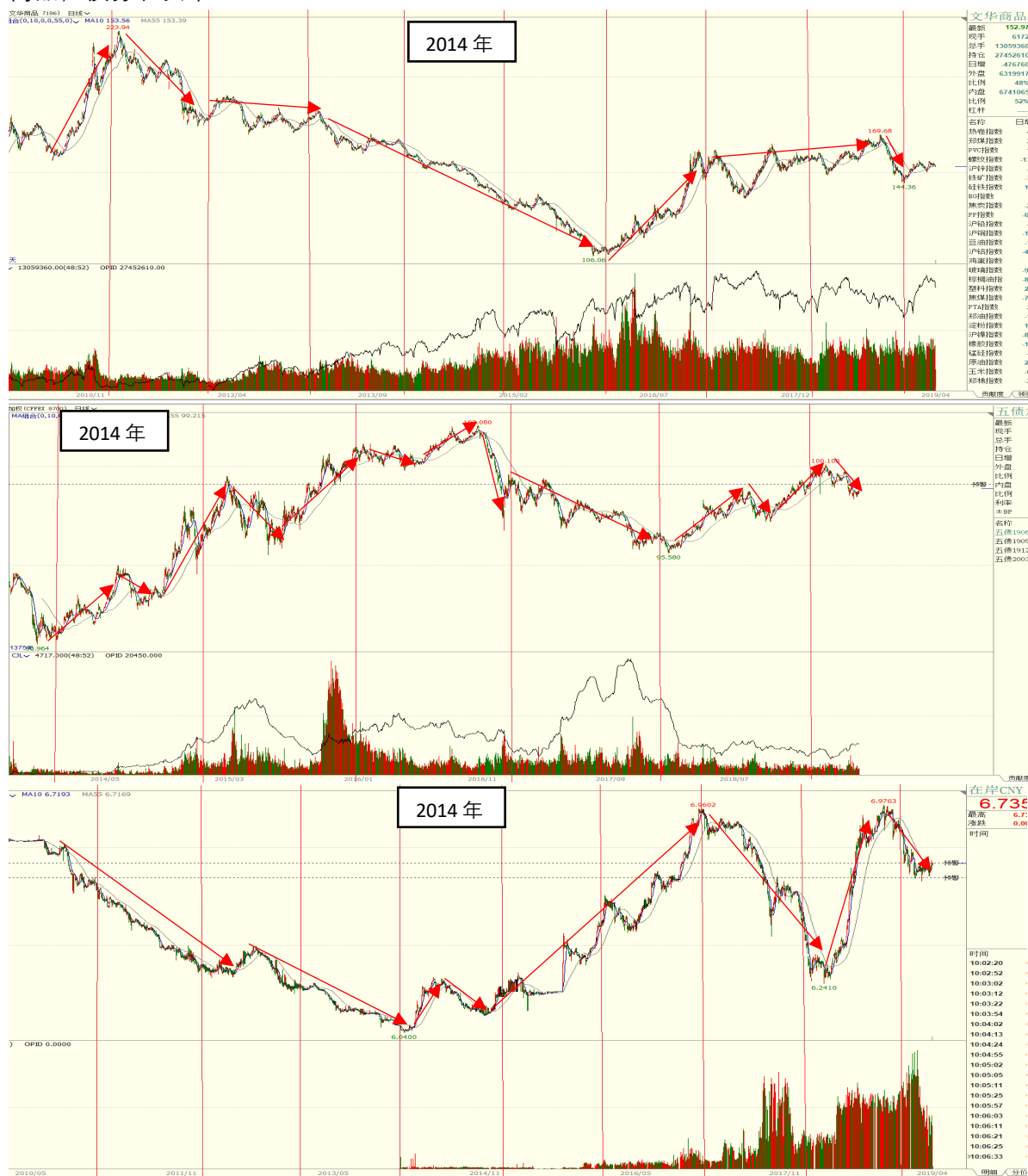
情绪的综合反映。大致上来讲债券价格与股权市场反向波动，也就是说当债券市场更多的在反应避险情绪的时候，参与者会把资金撤离股市买入固定收益的债券，从而造成了股市下跌债券上涨，同时当对未来情况变得乐观，参与者又会因为债券的低收益而放弃债券，将资金重新调回高收益高风险的股票市场。所以在未来通胀预期较为稳定的情况下债券价格与股票市场呈现反向波动。但是一旦宏观的通胀情况开始超出市场预期，导致参与者对加息产生高的预期的时候，债券又会是最先反应这一预期的指标，因为债券的收益率是固定的，通货膨胀对其造成不可弥补的绝对损失，所以参与者会要求更低的现行价格来弥补未来的通胀损失，同样的道理适用于加息预期上，利息提高的部分会对未来资产价格的折现产生极大的负面影响，债券首当其冲的成为最受伤害的品种。所以债券价格的变动往往需要分两种情况讨论才能看到当时债券价格的变动到底来自于哪一种因素，从而对当下环境给出合理的侧写。

- 再看债券和本币币值的关系，表现出了明显的负相关，并且债券价格小幅领先于本币币值，债券价格的上升大致反映了未来通胀预期下行，同时股市风险提高。通胀预期下降基本可以确定市场不会加息，那么人民币短期来看就没有套利资本的关注，同时由于国内利息看空，套利资本反而会流出中国寻找更高收益率的国家，所以短期里债券价格的上升往往伴随着外汇价格的下跌，其中的主要因素就是来自于热钱在利率差之间的流转。同样的，如果债券价格的上涨主要来自于避险因素，那么可以肯定的是股市在当时一定首当其冲的进入了空头，外资开始流出内盘，所以在这种情况下债券的变动会更加密切的跟随人民币币值的变动。综合两种情况都是反映了债券价格与币值的反向变动关系，债券上涨趋势对应或者领先人民币贬值趋势。
- 结合上面三张图做一个简单的复盘：
  - 2014 年大盘在前半年一直缩量横盘，基本没有行情同时在年末开始了暴力上涨，正式开启杠杆牛。同期债券价格也在年初开始了多头趋势，证明市场的风险情绪还是没有明显转好，同时对未来的通胀预期很多，再看同期的人民币价格从 2014 年上半年开始了大力贬值，同时在 2014 年中期开始了一小波缓慢的升值趋势，说明外资在 2014 年中期开始流入内盘，同时由于债券持续拉升，说明未来加息概率很低，人民币在 2014 年后期终于又重新回到贬值趋势。这一年可以看到，套利资本流动反应时间是很短的，基本和内盘的利率预期是同步进行的。同时在股市开始暴力上涨时候债券确实发生了小幅回调，证明在小范围内开始了由于风险情绪乐观导致的资金转移，但是这种转移的力度远不及利率下降的担忧和套利资本的流动，最终胳膊拧不过大腿，债券上涨继续同时人民币贬值继续。
  - 2015 年大盘在上半年开始了疯牛，下半年开始了史诗级崩盘，可以看到在这期间债券价格与内盘形成了几乎完美的相反趋势，也就是风险情绪高涨债券必然开始向股市流动，同时股市崩盘资金又必然向债券流动。但是可以看到的是全年来看债券依然是上行趋势的，那主要是因为当时的利率环境还是看空的，通胀预期很弱甚至接近通缩，所以债券价格的斜率一定是向上的，但是波动方向是跟随股市一致的。再看同时期的人民币价格呈现出上半年横盘，下半年暴力贬值的走势，也就是说上半年资金没有明显外流痕迹，主要是因为内盘股市的火爆吸引了资本的关注，同时股市崩盘开始资金就大举撤

离，导致后半年的暴力贬值。这一年资金的流动总体呈现出净流出中国，同时内部资金呈现出股债之间的一次完整轮转。

- 2016 年年初延续了去年崩盘的阴影来了一次深挖坑，之后开始了全年的反弹爬坡之路，最终走出了稳定的上行趋势。同期全年基本处于震荡格局并于年末开始了大规模崩盘，最终走入空头。同期的人民币价格在年初小幅升值之后开始了全年的加速贬值，并没有出现在年末时候由于债券崩盘导致的加息预期引起套利资本回流。全年人民币呈现加速净流出态势，但是股市却走出了慢牛行情，同时年末时候的债券崩盘导致债券价格走势的斜率开始转为向下的，预示着未来通胀预期开始升温，加息预期开始提高，经济环境发生了比较根本的转变。资金从债券市场流出大部分的资金开始加速逃离中国，只有一小部分资金流入了股票市场形成了存量资金博弈下的慢牛行情。
- 2017 年股市继续慢牛行情，全年缓慢小幅爬升。同期债券市场走出了比较完整的空头趋势，斜率向下预示着通胀上行同时加息预期升温。同时人民币价格终于在套利资本回流的情况下实现了大幅暴力升值完全进入多头。可以看到债券的开始反应时间是 2016 年后半段，但是当时市场上的主流资金却依然维持着逃离中国的亢奋情绪，并在年末达到高潮，最后在加息预期和通胀预期的双重压力下让他们看清了现实，在 2017 年实现了大面积回流，直线推高了人民币价格。同时回流的资金并没有进入债券市场，反而进入了股票市场，并且走出了那一年的白马股历史新高的行情。这一年基本走势延续了去年的趋势，证明了套利资本的回流推高了白马股的价格，但是由于流动资本有限并且内盘没有明确的增量资金加持，所以没有走出完整的大牛市。
- 2018 年股市在年初走出新高之后开始了持续阴跌，全年基本持续缩量下跌没有一点反弹的迹象。同时期可以看到债券价格重返多头趋势，并且全年分成两段加速上行，说明维持了两年的通胀预期再次被市场怀疑同时股市的惨淡是资金重新回到固定收益品种里面，再看同期的人民币价格在年初第一季度实现了暴力拉升之后就开始了全年的持续贬值，力度和速度都是非常快的，可以说在短短的第三季度内就完成了全年该有的全部贬值，套利资本在年初确定了两年的通胀和加息预期被证伪之后，在一瞬间开始集体流出中国，导致人民币汇率大幅波动，同时期的股市则是更为惨淡，市场对经济的预期再度开始悲观。
- 2019 年人民币汇率在 2018 年年末的率先升值，然后股市在第一季度实现了方向突破进入多头，说明这次的反应是先有了外资流动进入中国，之后才观察到债券价格开始形成头部并逐步转入空头趋势，债券价格目前的空头趋势更多的是在进行风险情绪的再分配，资金在股市和债市之间的流动，如果后市出现了债券价格率先崩塌从而人民币汇率开始跟随移动，那么大概率是在对未来通胀预期和加息预期的修正，而在经济反弹时候的通胀预期说明企业生产活动的加速进行，会对股市形成正向激励作用，最终形成正反馈路径导致股市上行，债券下行，人民币升值。

#### 四，商品，债券和货币



- 总体来看债券市场与商品市场呈现反向波动，背后原因主要是我们之前所讲的债券市场的斜率代表了对通胀的预期，向上代表通缩预期，向下代表通胀预期，那么商品价格就是通胀的具体反应，从这一点上来讲应该是债券价格稍微领先于商品价格变动，在预期被证实的情况下形成相互之间的正反馈过程。但是从上图可以看到最近一次的商品牛市起点是要领先于债券空头的起点的，这之中的原因主要是因为这次牛市的开始是来源于股市在 2014 年末开始的大牛市，之中企业库存消化同时加大了投资力度最终在 2016 年传导到了商品部分形成了一系列的涨价行情。债券的反应是从 2016 年

末端开始的暴跌应证了这一次的商品涨价行情预示着未来通胀的开始，同时预示了涨价的节奏过快导致强烈的加息预期来控制通胀速度。

- 外汇市场和商品市场的联动关系对比于债券市场就显得不是那么鲜明，大致上来讲外汇市场的人民币升值对商品价格产生负面影响，贬值产生正面影响，但是外汇市场的变动往往领先商品市场趋势 2 年左右的时间，其中原因主要是因为商品市场的高风险属性导致外来资本很难直接进入商品市场进行投资，外部资金的流入往往首先考虑债券，地产或者股市，当市场接受并认可了外部资金的流入并一同形成趋势的时候，一部分原本内部的资金才会开始延续趋势进行商品市场的趋势投资。因为归根究底商品市场的策略 90%以上都是以趋势追踪为主的，所以确认趋势并进行沙盘推演而后进行趋势投资从根本上导致了商品市场的后知后觉，跟随主流趋势的特性。参考我们之前的分析\*第二章---商品，股市和货币\*可以看到股市的 2014 年末启动奠定了企业短期的欣欣向荣，消费上升导致库存开始消化，企业开始补充库存同时开始用估值提升得到的空间对银行进行股权抵押来用于实际投资，这因为估值提升得到的增加现金流带动了商业活动的进行，从而增大了商品的需求，随着库存的逐步下降商品由于在前几年悲观时刻积累的供需矛盾开始显现，新增需求无法得到新增供给的满足从而导致商品价格开始飞速上涨。当然这主要也是由于国家政策强烈要求环保从而在当时限制了供给端的弹性导致的。不过不论如何原因都是新增需求没有对应的新增供给产生了根本的供需矛盾。
- 结合上面三张图做一个简单的复盘：
  - 2014 年商品市场呈现完整的空头趋势，全年下跌没有任何反弹，同期债券市场呈现完整的多头趋势，震荡上行，其中的震荡部分主要来自于股权债券的轮转资金导致的。同时人民币也在该年开始了贬值趋势。这么看来，这一年市场对经济的悲观预期加重，通缩预期愈演愈烈，同时外资持续流出中国，结合之前所讲，外资的流动对商品的影响是很滞后的，所以当时的商品下跌主要来自内部的通缩预期。
  - 2015 年基本延续了 2014 年的走势，商品继续下跌至了历史新低，同时债券价格也上行至了历史新高位置，经济依旧处于通缩时期，悲观预期再度加重，同时 2015 年人民币大崩盘，外资仓皇出逃，带动了内盘的套利交易一并拔腿就跑，而这一人民币崩盘却反过来开始给中国出口复苏埋下了重要的种子。
  - 2016 年商品市场终于在年初实现了筑底并且 V 型反转，加上政策面的供给端收缩，2015 年的股票市场牛市产生的企业额外投资增加，去库存逐步完善和从 2014 年开始的出口改善，导致了供不应求商品开始暴涨，同时可以看到 2016 年初的商品暴涨并没有立刻反应到债券市场里面，反而债券市场慢于商品市场进行反应，直到 2016 年底债券市场才后知后觉通胀预期的回归，开始了一路暴跌，这一暴跌又让商品市场的参与者更加确信了通胀的回归，从而继续推高商品价格，形成正反馈过程。这很好的解释了为什么 2016 年末的商品暴力拉升完全呼应了债券市场的暴力下跌。
  - 2017 年商品市场呈现出上半年下跌后半年上涨的宽幅震荡大 V 走势，同期债券市场基本也呼应了商品市场形成前半年震荡后半年下跌的走势，而与此同时人民币却在当年升值出了历史新高，完美做头。刚刚在过去 2 年改善的出

口情况一瞬间又付之东流，随之而来的是库存再次开始积累，股市的不温不火也导致企业没有更多的新增资金来进行投资，经济再度开始恶化，市场在当时甚至出现了滞胀的预期，因为商品市场的持续居高不下叠加了股市的横盘和出口的急速下滑，通胀预期熄火叠加去库存缓慢的情况下支撑商品价格就只剩下强制的供给端收缩了。所以 2017 年的市场处于复杂的自我纠结过程，但是全年看下来基本符合经济规律的运行，商品市场最终小幅收涨，同时债券价格再度新低，预示着通胀还在上行，同时人民币的大涨预示着外资开始流入，未来加息可能提高，短期对股市形成了支撑。

- 2018 年商品全年呈现 N 型走势，年初完坑，中段持续上行，年末崩盘，同期债券市场走出了完整的震荡上行态势，而人民币更实在年初小幅横盘之后开始了暴力贬值，与此同时股票市场也是全年加速下行，可以看到债券的上行再次对已经形成的通胀预期形成考验，同时商品市场最终以下跌收场，基本预示着该年通胀预期证伪，人民币的加速贬值却又开始提高中国的出口能力，但是外资的持续流出是的股市跌的一去不回。对应我们之前的逻辑，18 年的商品应该对应于两年前的外汇流动产生的影响，也就是说 2016 年左右的外汇变动，人民币大致在 16 年急速贬值利好商品，同时 17 年初开始了加速升值，利空商品，基本对应了商品市场在 18 年的前半段上行，后段暴跌的走势，同时辅佐以债券持续拉升的基本趋势奠定了 18 年商品的惨淡收场。
- 2019 年目前来看债券市场开始再次进入空头从宏观通胀预期角度来讲利好商品市场，同时对应于 2017 年左右的外汇市场，人民币全年升值并于 2018 年初开始加速贬值，所以大宗商品的时间窗口还没有完全到来，同时参考之前的分析商品基本落后于股市 1 年左右的时间来看，对应于 2018 年的股市全年下跌，再次挤压了商品市场的反弹空间，所以总的来看商品市场的多头已经埋下种子但是时间窗口还没有到来，预计 2019 末端可能会开始多头行情的爆发，因为外汇市场贬值开始于 2018 年指向商品市场的 2020 年趋势开始，同时股票市场的多头开始于 2019 年初指向商品市场的 2020 年趋势，基本吻合。所以最早商品市场可能于 2019 年末端形成新一轮的多头趋势行情。