

宏观系列（40）

宏观拐点与大类资产轮动理论修正 --再谈全球再平衡之观察变量

Sihai Fang

2009年1月19日晚成稿（星期一）



宏源证券

HONGYUAN SECURITIES

摘要:以前报告主要观点回顾

- 本报告承接以前报告，维持以前报告预判：2008年11月22日“中美股票处于世纪大底”，2009年1月3日“大宗商品已经见底”，全球金融市场最坏的时刻是在2008年9-10月，中国实体经济最坏的时刻是在2008年10-11月
- 中国GDPG环比一阶拐点就在眼前（2009年第一季度），美国GDPG环比二阶拐点也在眼前，美国GDPG环比一阶拐点在2009年第二季度
- 全球最坏的时候已经过去，但恢复到潜在增长率还需要至少1.5-2年；中国经济潜在增长率（potential growth）下限为9.55%，美国经济潜在增长率均值为3%；继续维持美元指数走强和人民币不贬值预判

宏观拐点与大类资产轮动理论实证

- 历次周期实证表明，债券收益率的低点往往是在股票资产见底之后很快出现，而大宗商品是首次申请失业救济人数（失业率）见到峰值后最晚见底的资产
- 各类资产轮动时间顺序如下(> 含义，为领先)：
- 标准普尔指数波动率VIX高点>标普500指数见底>BAA spread（企业债和国债的Bond Yield spread）开始收窄 >失业率见峰值>1年国债收益率见底>10年国债收益率见底>收益率曲线见峰值>通胀率见低点>有色金属价格（铜）见底>国际油价见底

宏观拐点与大类资产轮动理论修正

- 本轮周期上述主要指标几乎同时显现：
- 标准普尔指数波动率VIX高点与标普500指数见底，出现在同一天（2008年11月20日）
- 尽管失业率峰值与通胀率低点（两者均为宏观滞后指标），尚未确认，但下面资产拐点几乎同时显现：
- BAA spread（企业债和国债的Bond Yield spread）开始收窄，1年国债收益率见底，10年国债收益率见底，收益率曲线见峰值，有色金属价格（铜）见底，国际油价见底



宏观拐点与大类资产轮动理论修正：为啥？

- 1，我们处于金融加速器周期的反向加速期间，在全球经济与金融互相依存的今天--所谓的信息时代，全球各国政府集体政策反应，存在宏观周期与资产拐点变频可能性
- 2，在以贝南克以代表的新凯恩斯主义理论指导下，美国离所谓当年日本“流动性陷阱”越走越远，市场预期美联储和其他经济决策部门面对通缩绝不是束手无策，哪怕联邦基金利率已经为零
- 3，本次危机一年来演化过程（2007年11月至2008年11月）：从“房地产次贷危机”到“全球能源危机”到“欧美金融业危机”到“全球股票市场危机”到“全球经济休克”，周期变频加速之证据显著，但未出现货币危机

风险提示

- 从二阶拐点理论以及环比数据比较，全球通缩最危险的时刻已经过去（2008年11月）；但PPI同比度量的通缩要维持到2009年第三季度
- 本次危机不会演化为全球经济危机，但并不意味着全球九大不平衡之“老毛病”以后还可以再犯（见我们以前的论述）；如果没有第四次科技革命，未来全球经济将会再次变频从而缓慢复苏到潜在增长率
- 全球再平衡观察变量，还没有显现拐点，全球股市还处在熊市下半场（股票熊市下半场与牛市上半场其实没有显著边界，属于事后归因的）

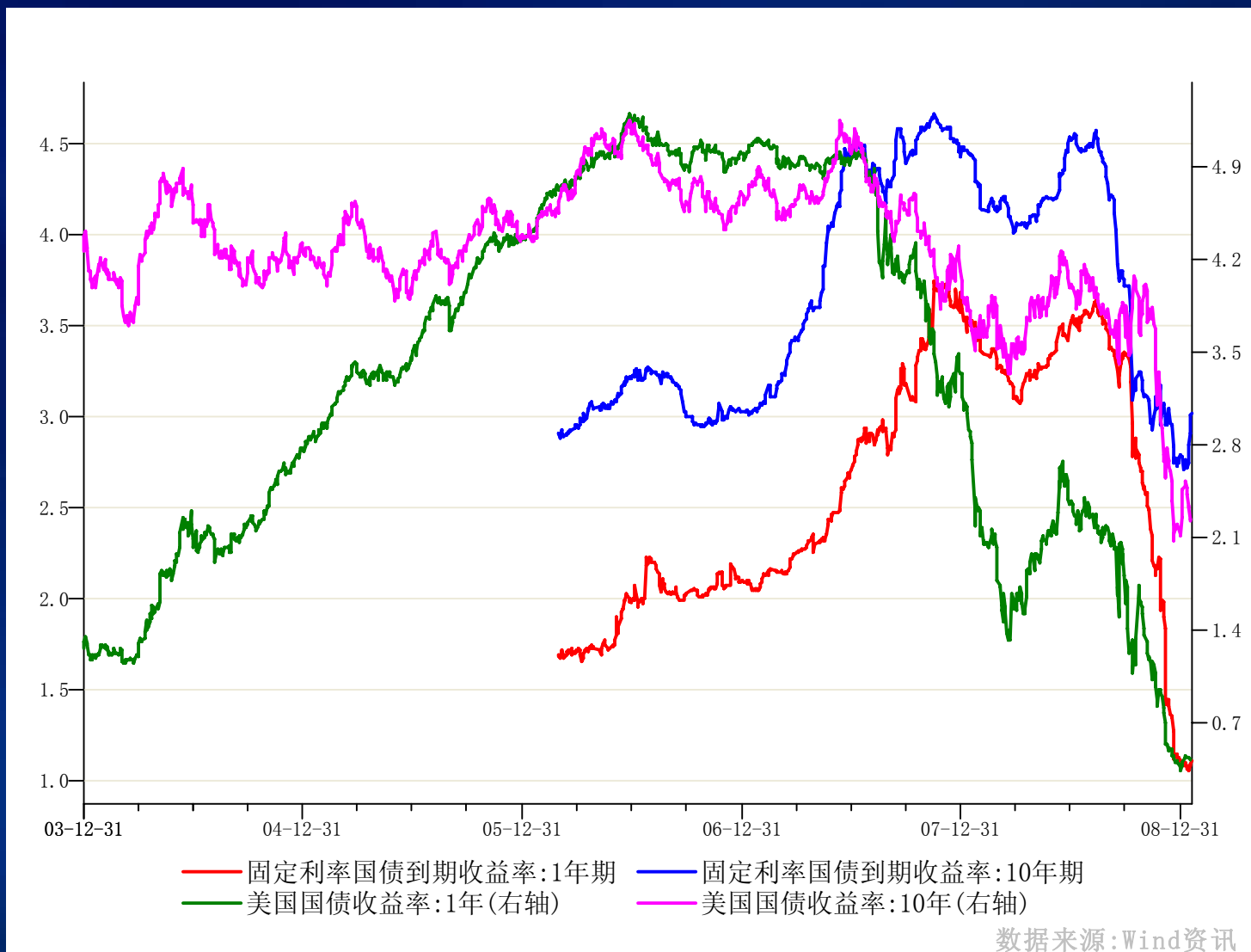
S&P500低点与VIX高点，同一天显现

标准普尔**500**指数与**VIX**指数

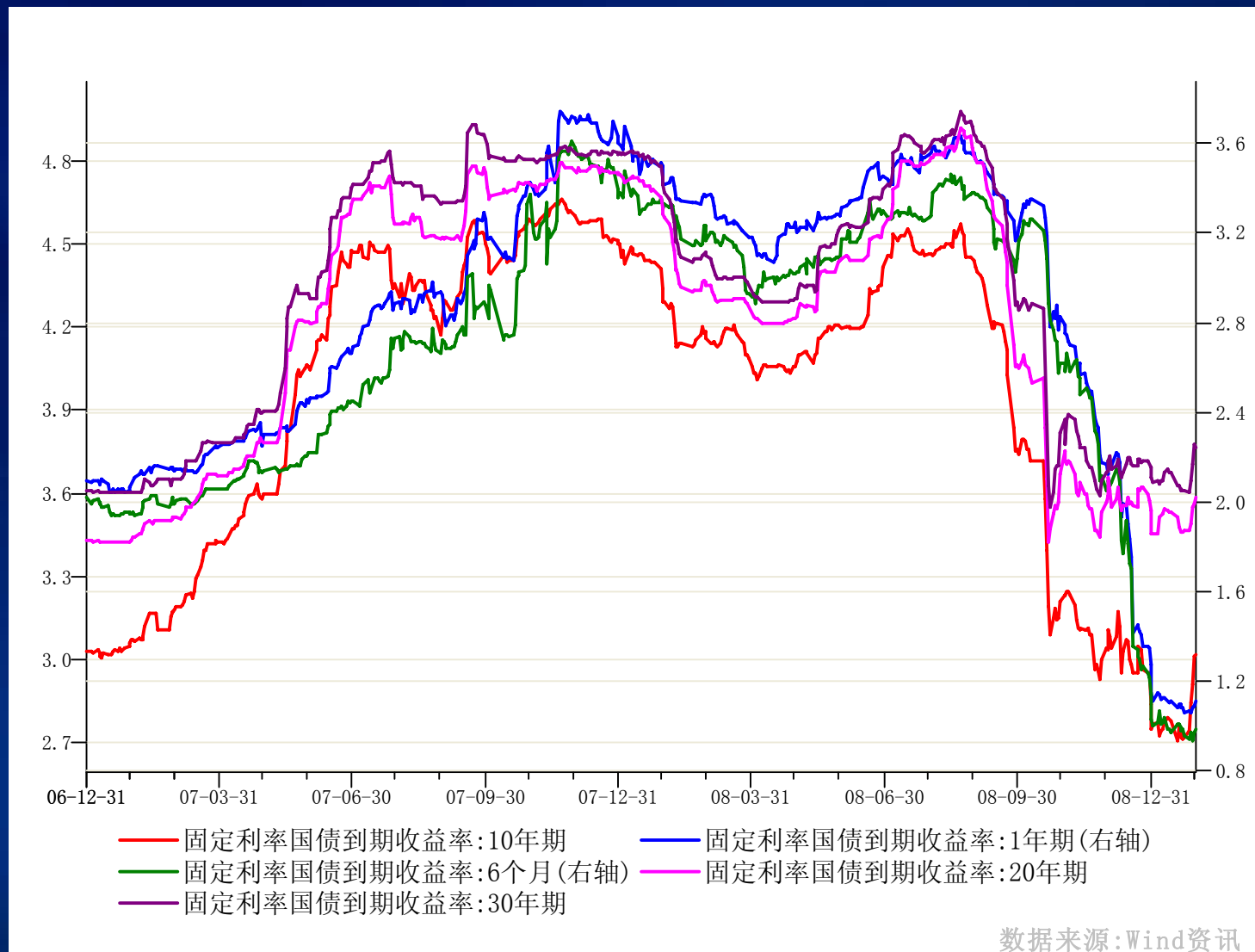


数据来源: Bloomberg

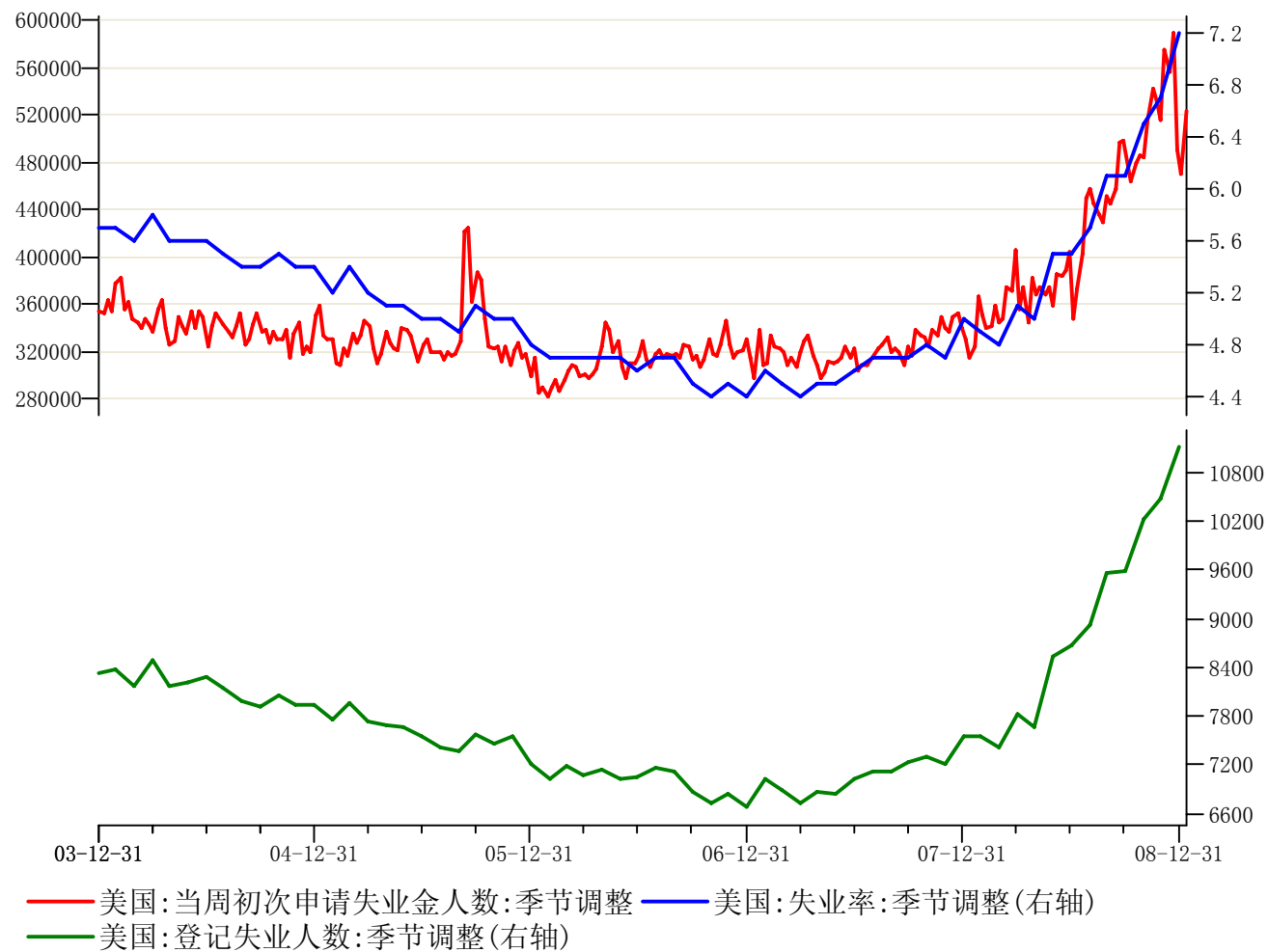
中美长短国债收益率基本同时见低点（小区间概念）



中国长短国债收益率基本同时见低点（小区间概念）



尽管美国失业率峰值可能在2009年3月

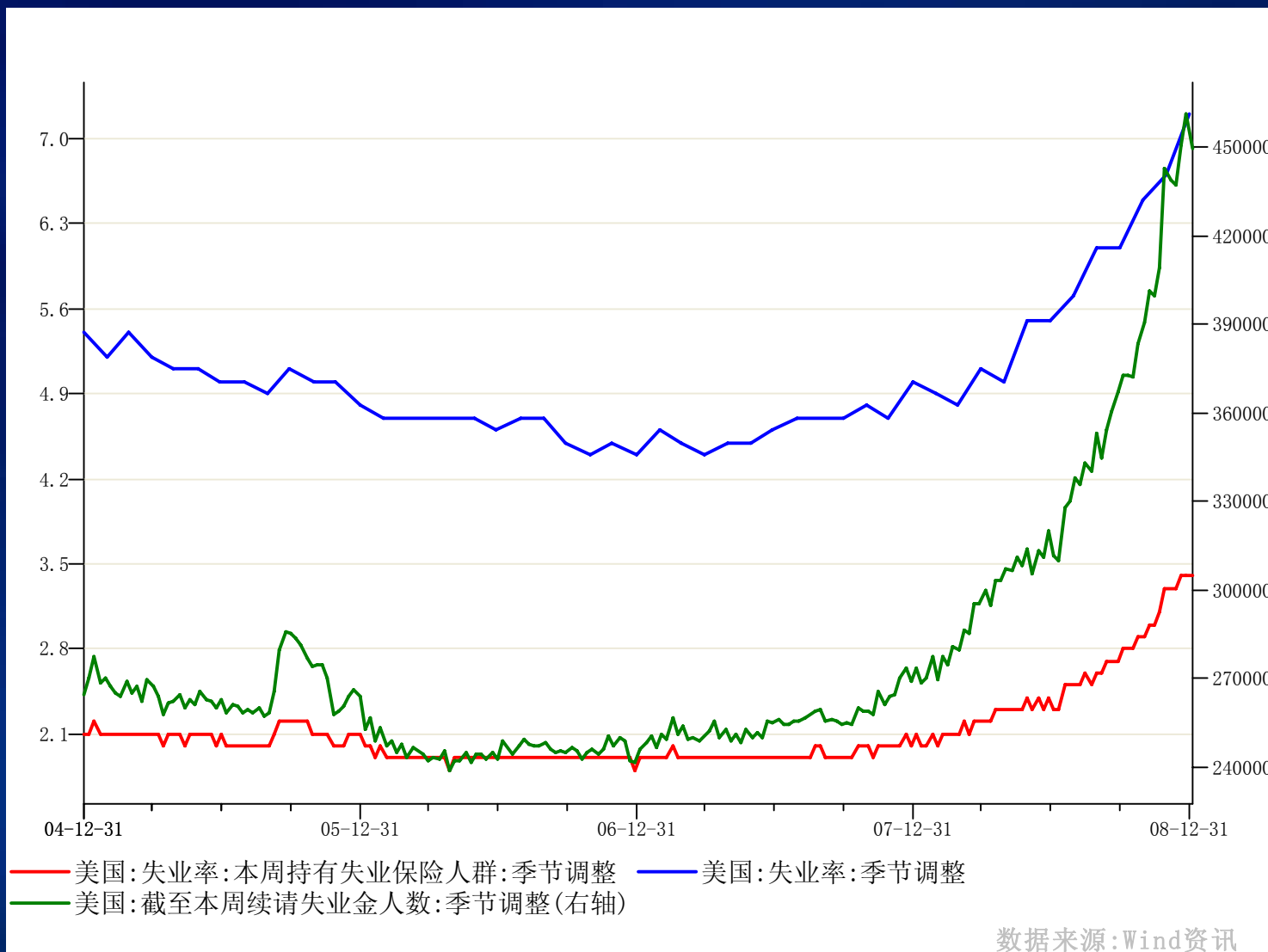


数据来源:Wind资讯

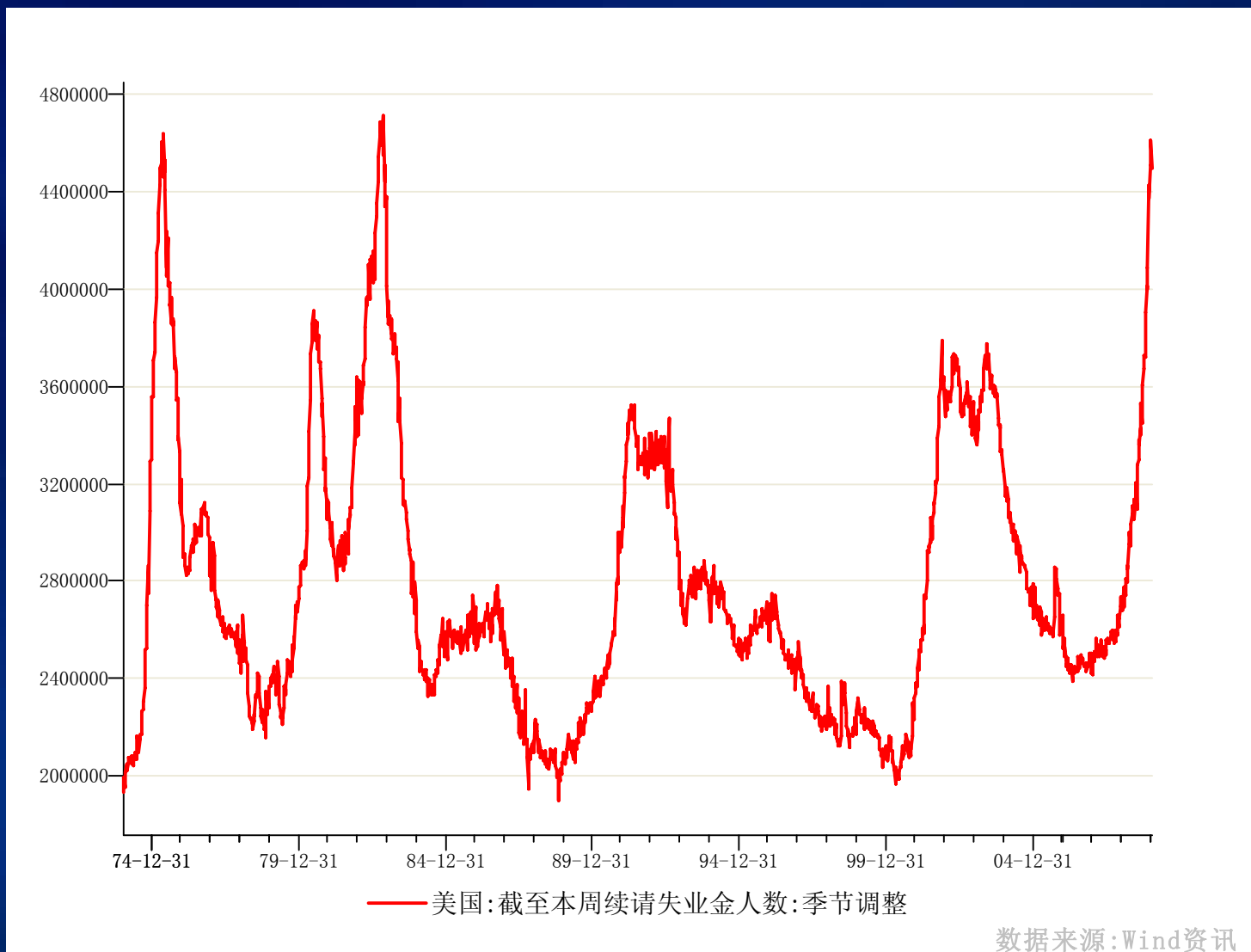
但最新的数据：美国续请失业金人数拐点显现



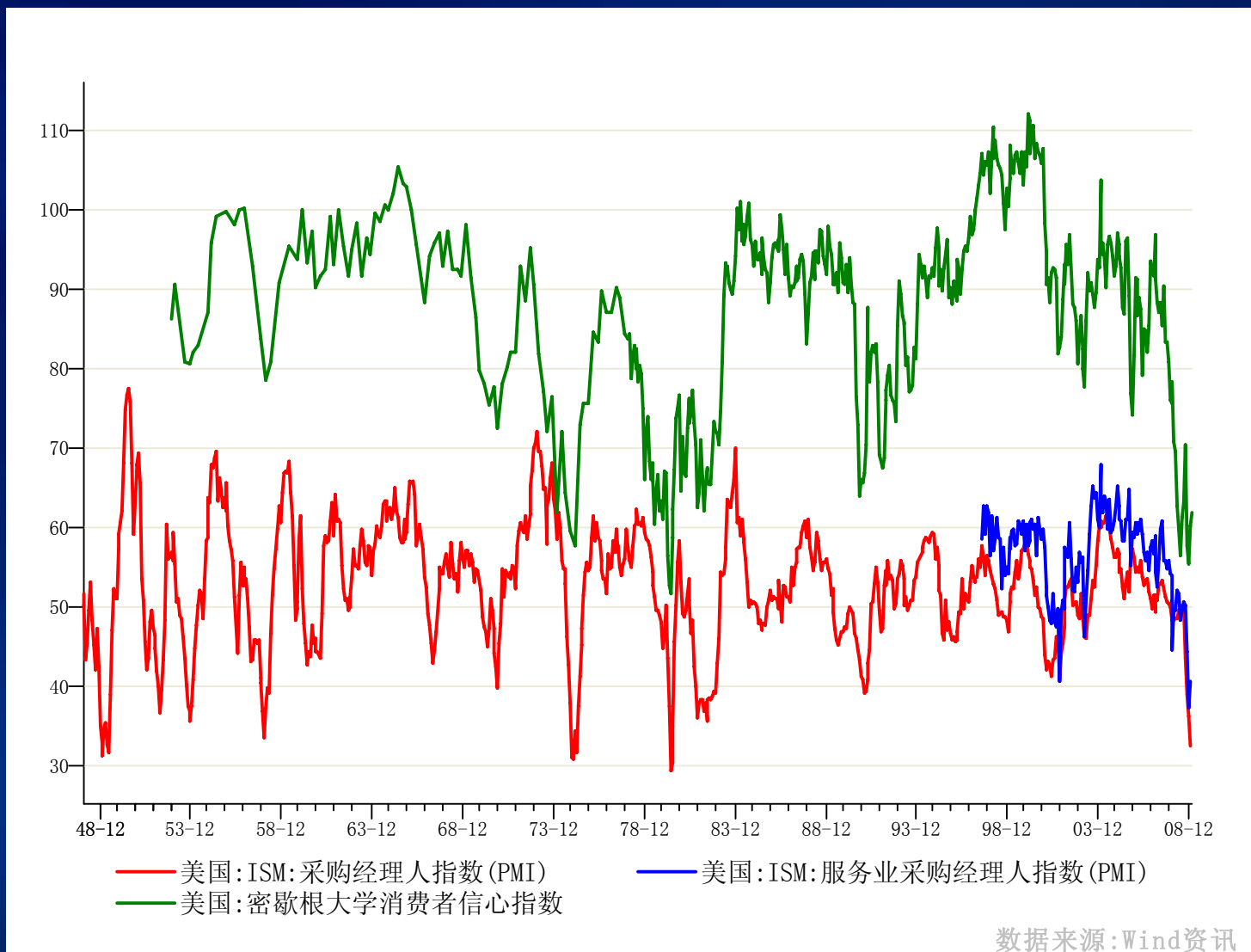
美国就业周数据没有继续恶化： 美国失业率峰值也有可能在2008年12月



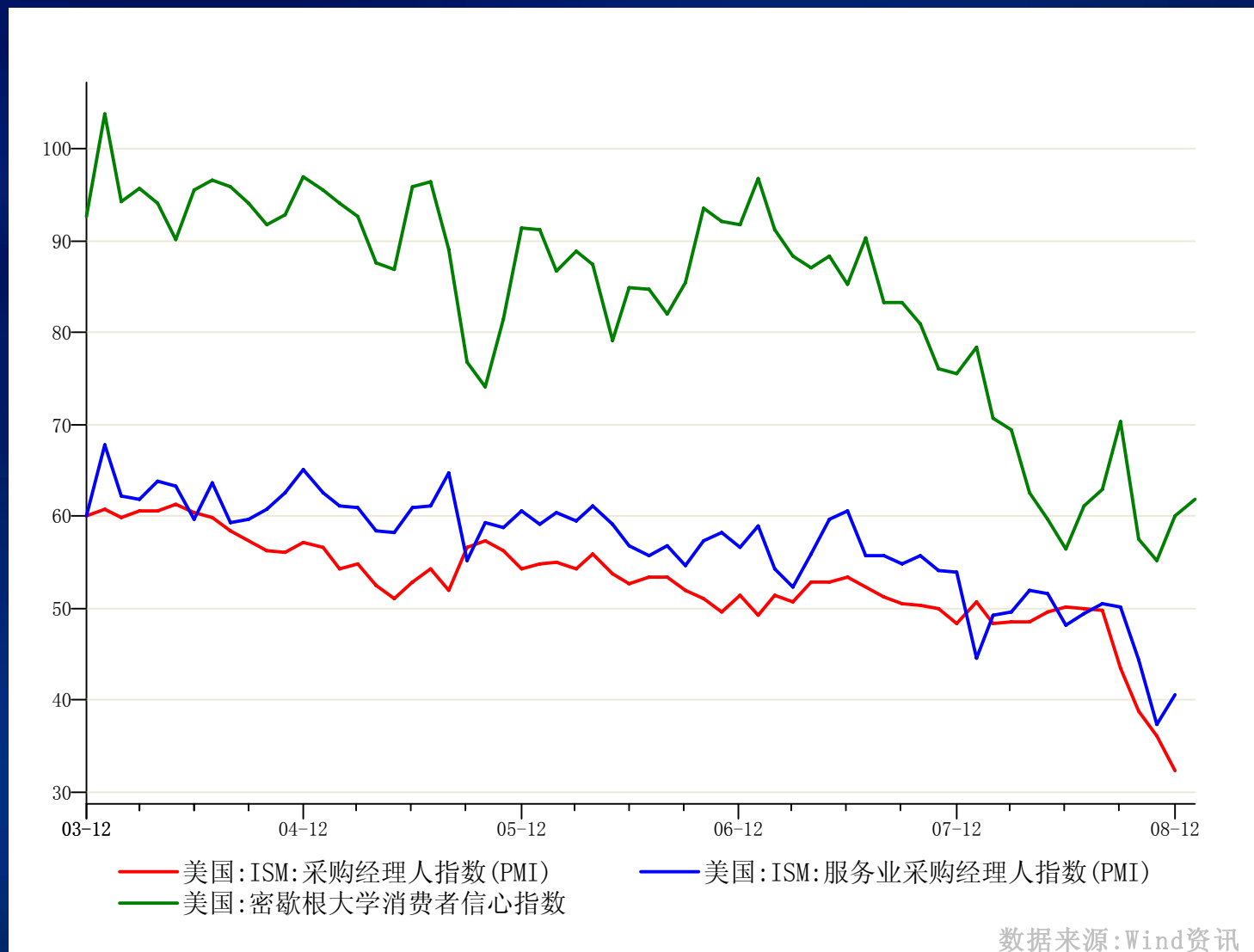
本轮危机以来，美国续请失业金人数并未达历史新高



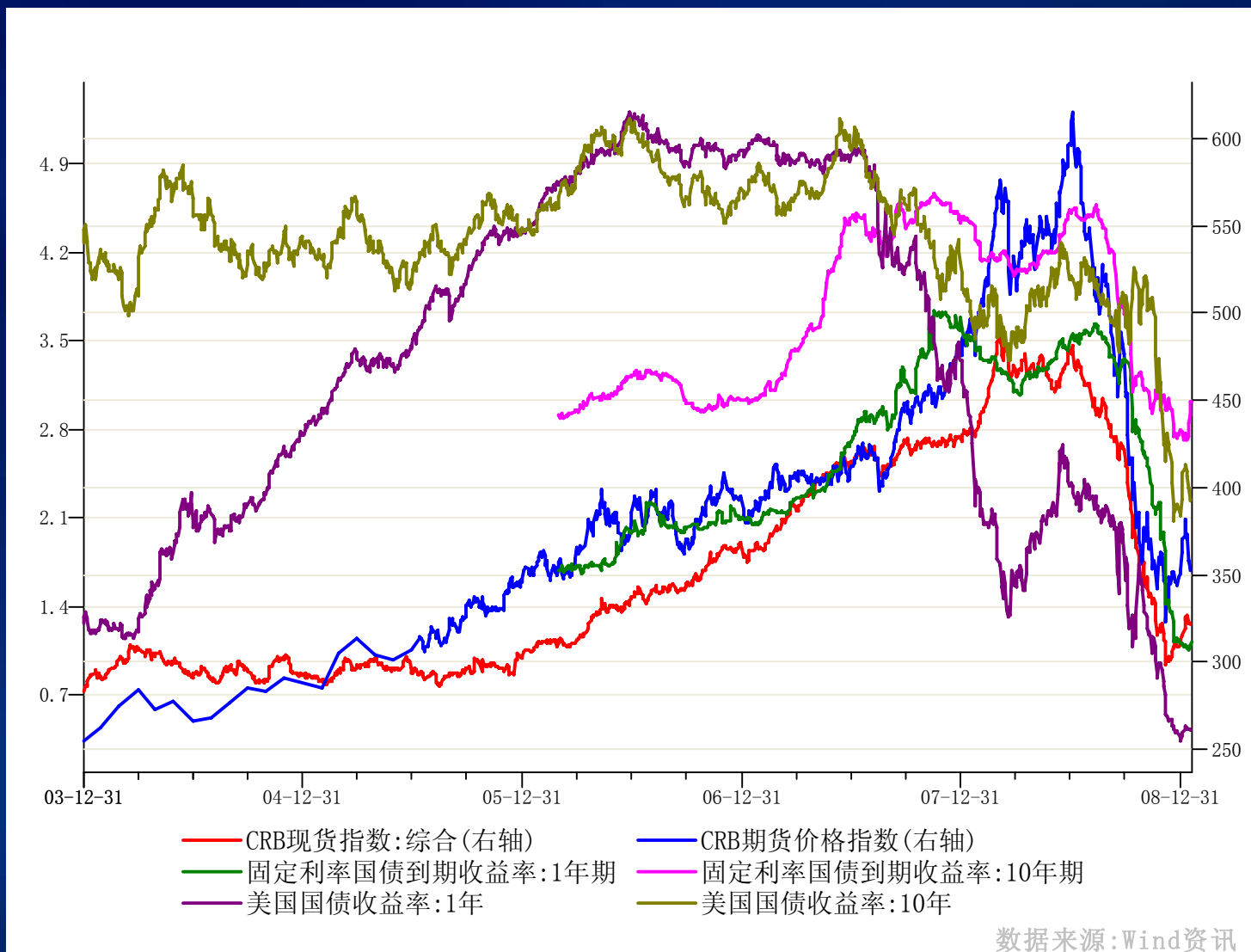
本轮危机以来，美国两大信心指标并没有创历史新低



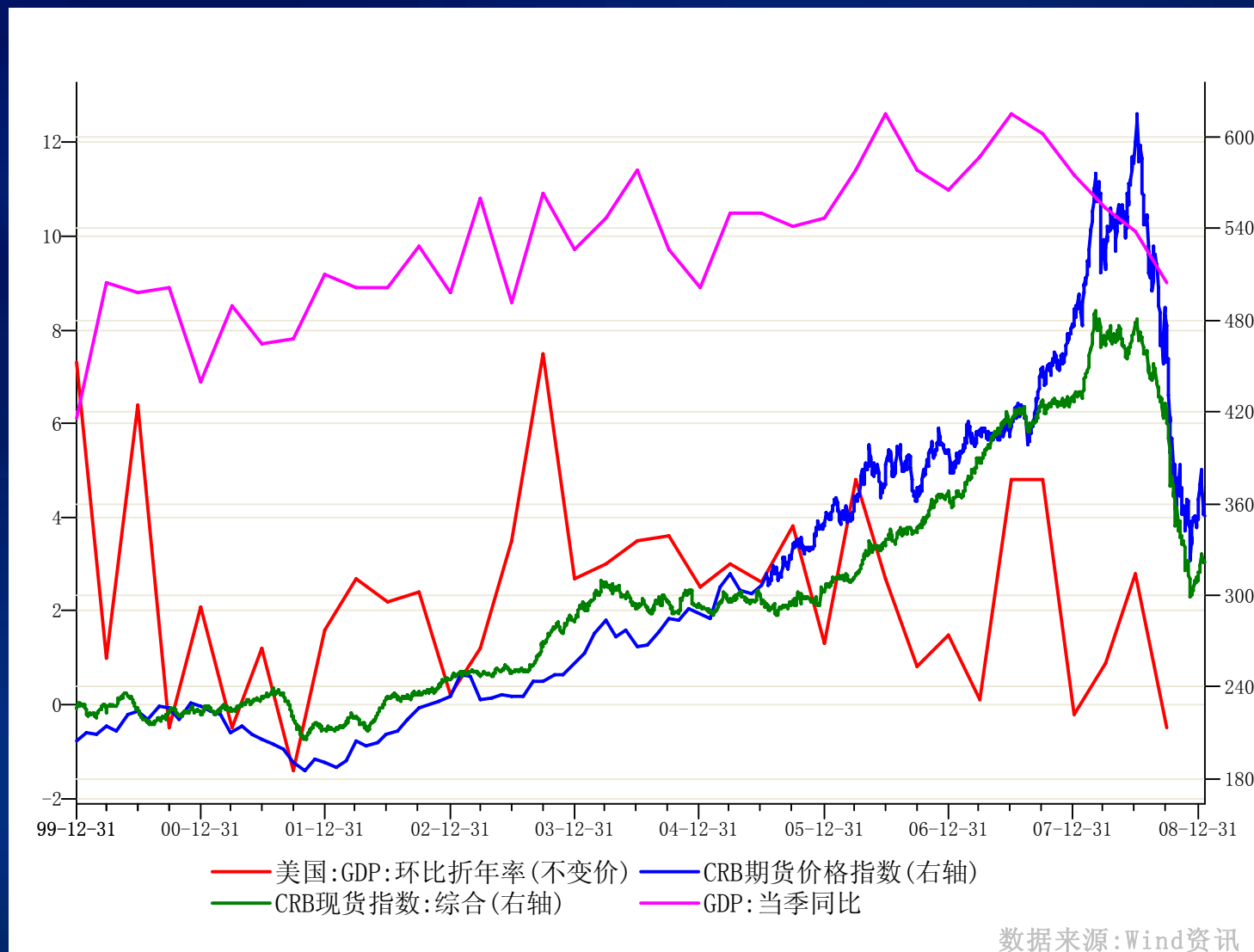
最近美国两大信心指标拐点显现



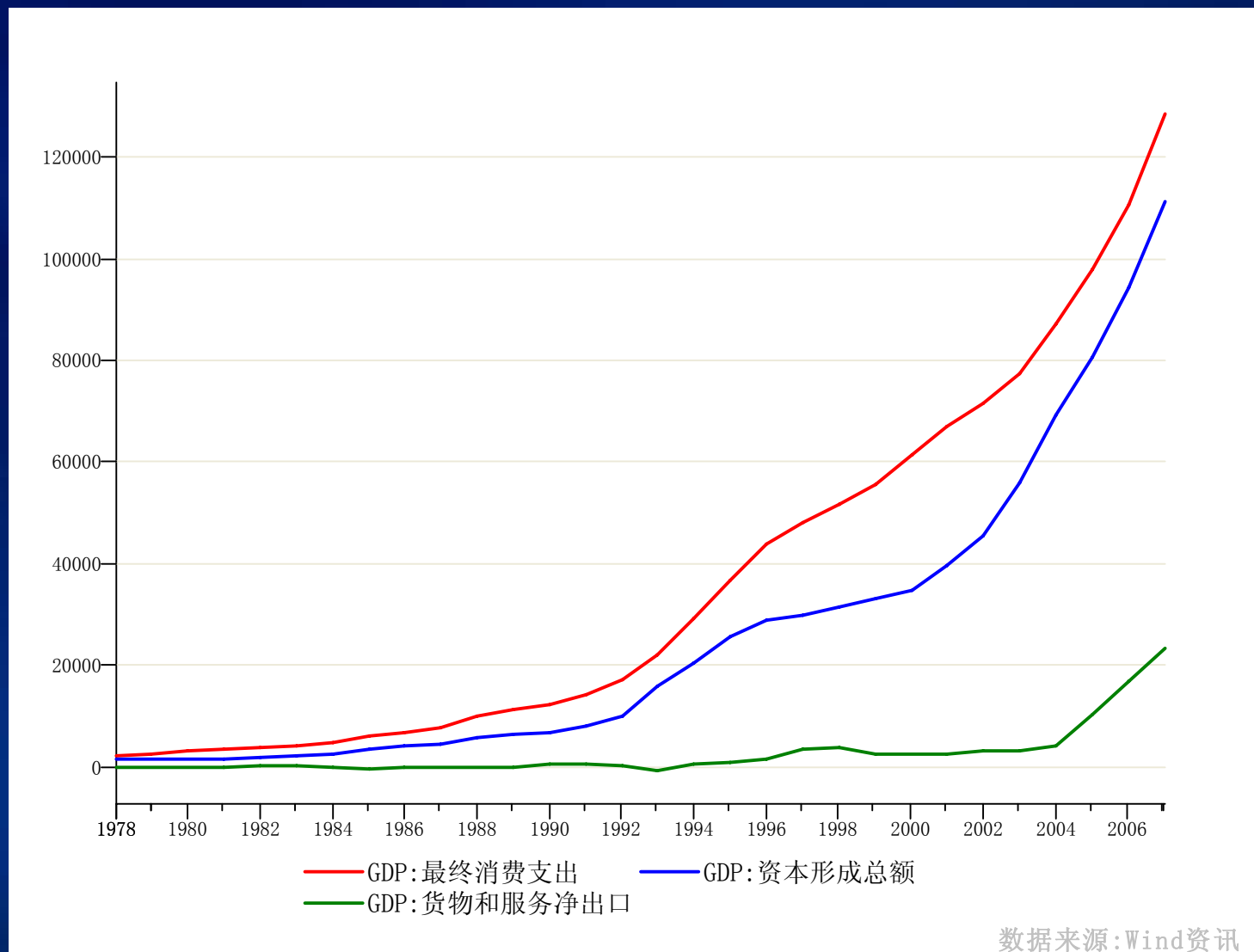
本轮危机以来，CRB指数与国债收益率曲线相关性强



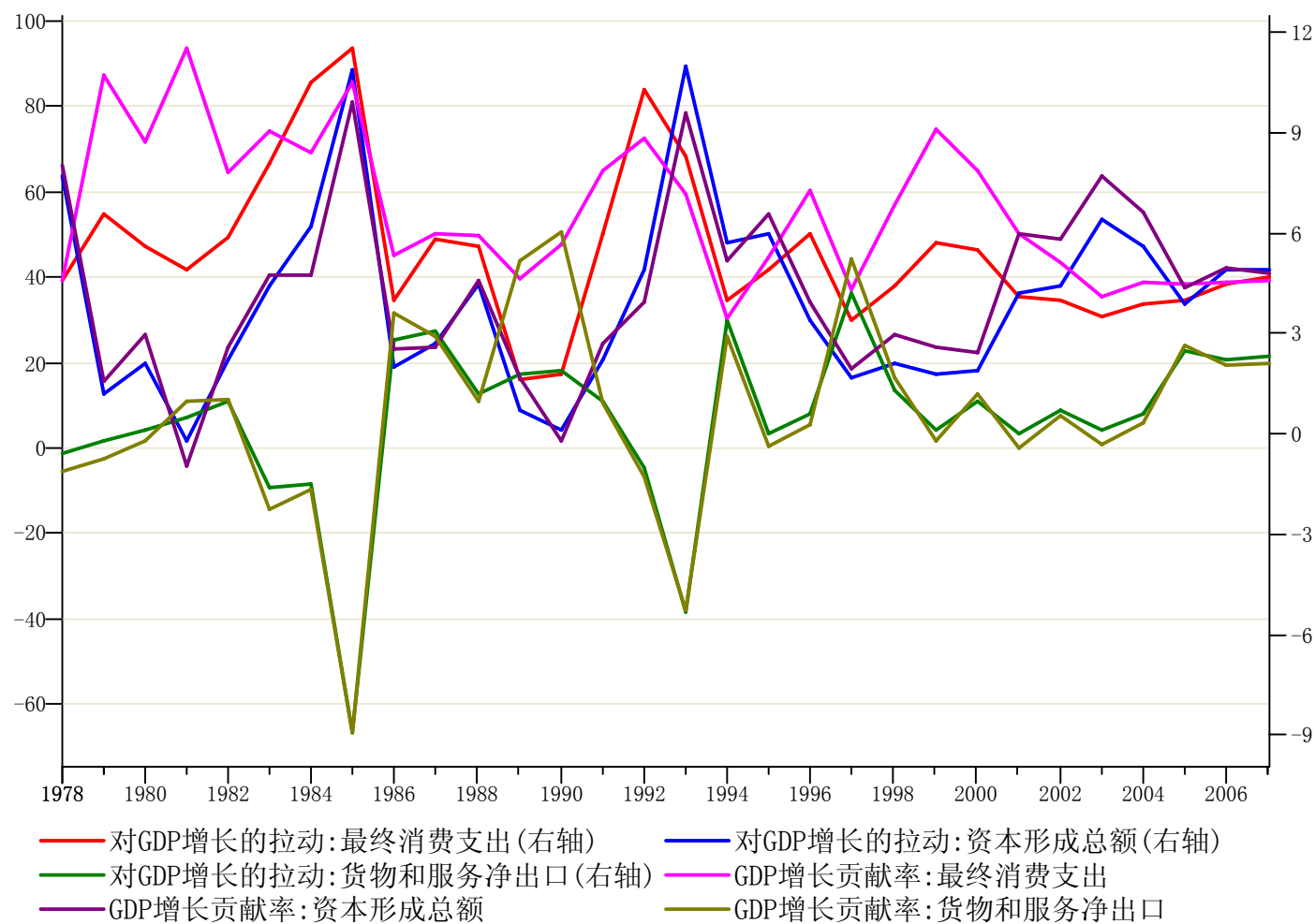
CRB指数中国因素权重大，符合大宗商品增量决定理论



30年长周期来看，中国发展未必依赖外需



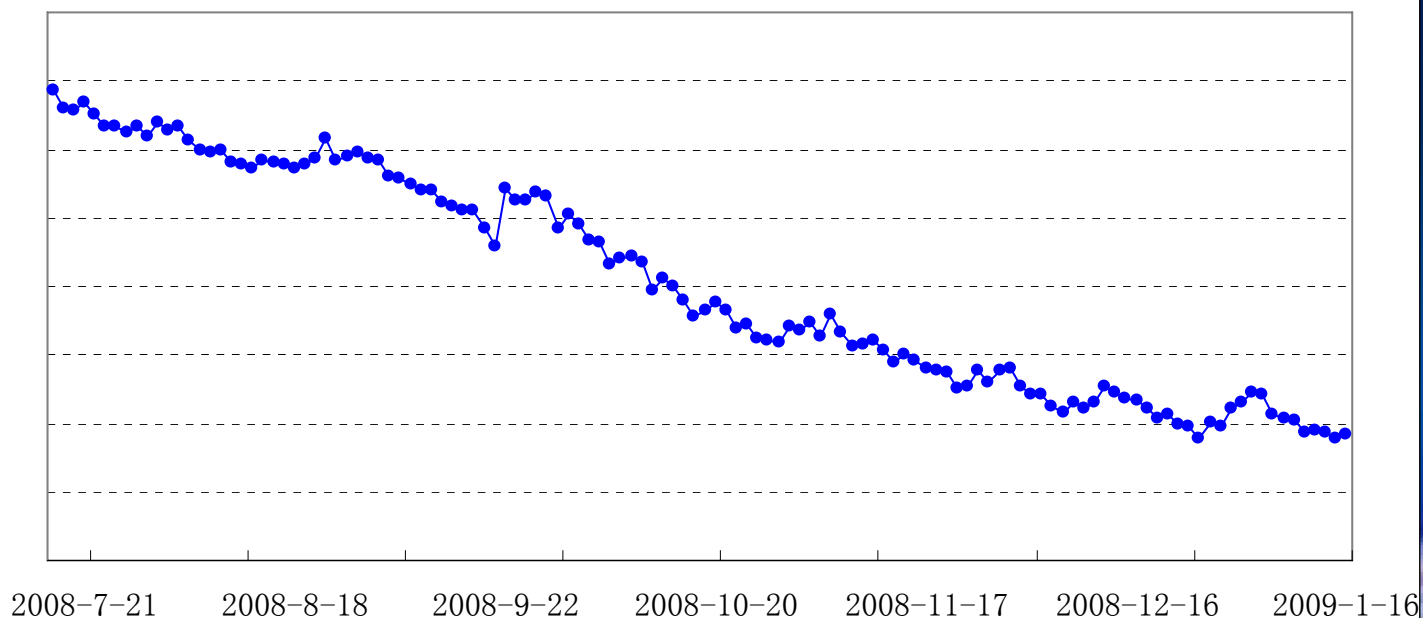
30年长周期来看，中国内需与外需之间其实并不存在显著统计关系



数据来源:Wind资讯

多种理论（含行为金融）综合： 继续维持国际原油35底部低点之预判

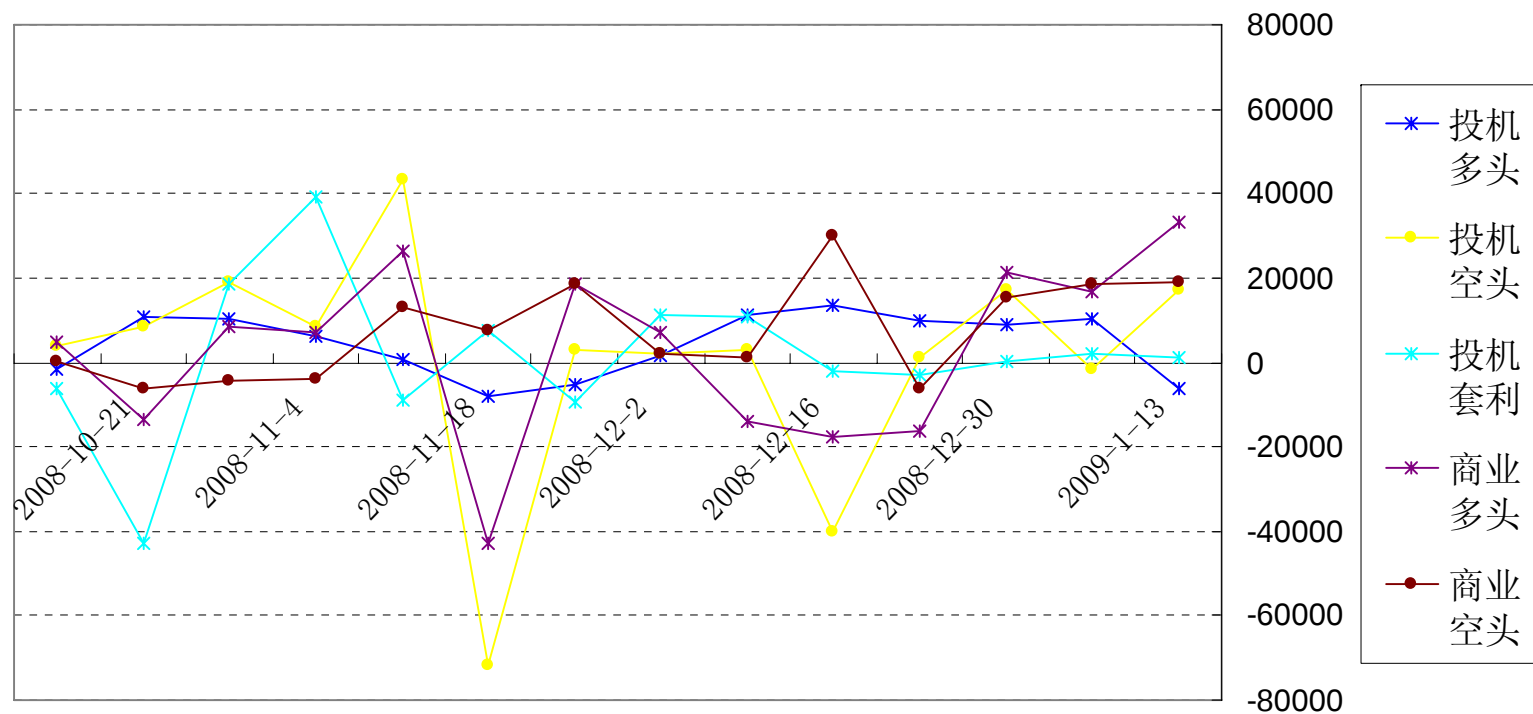
WTI原油期货价格



数据来源: Bloomberg

最近商业多头在期货市场买油（与所谓的股票价值投资不一样，大宗商品具有真正内生的价值投资属性）

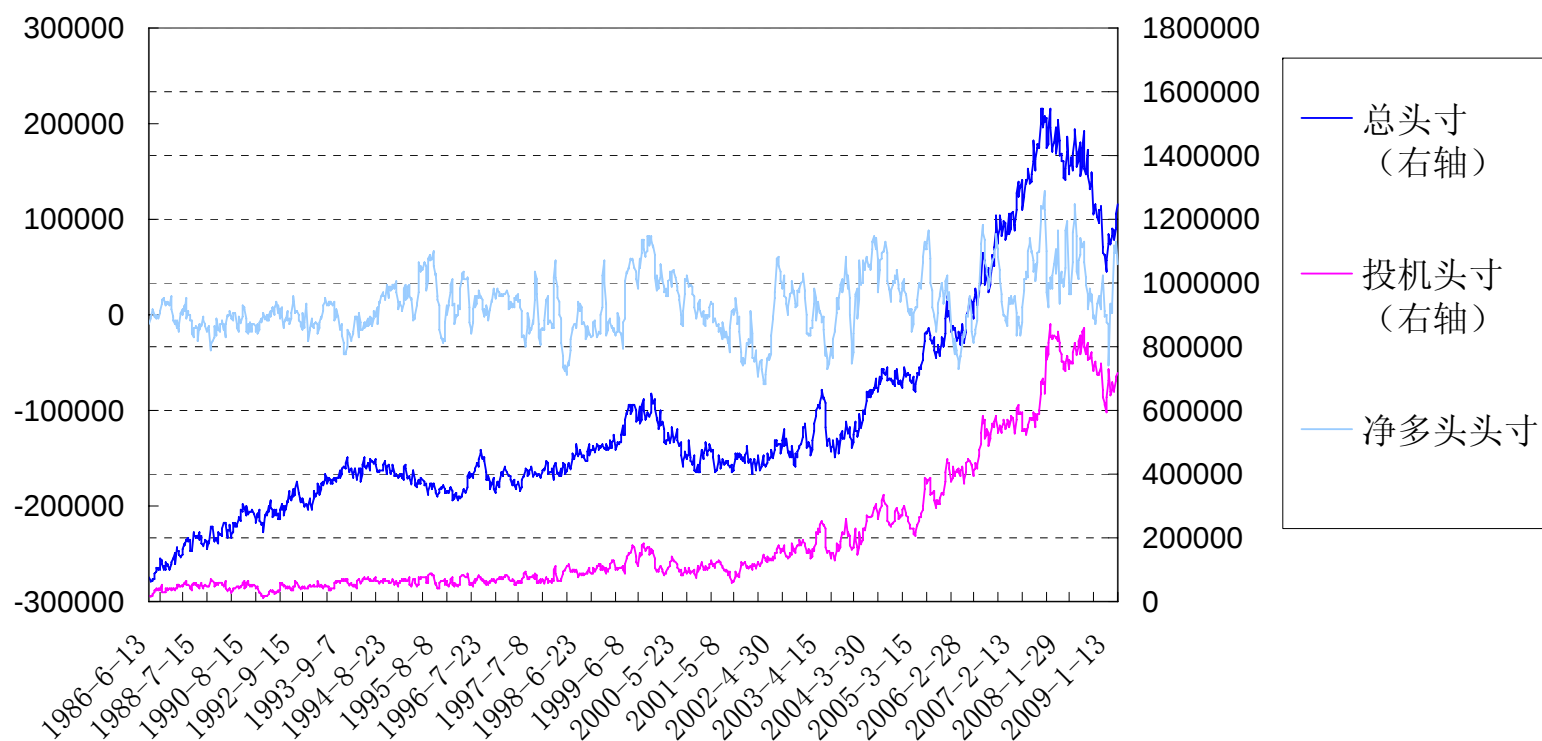
原油期货五大仓位周变化图



数据来源: CFTC

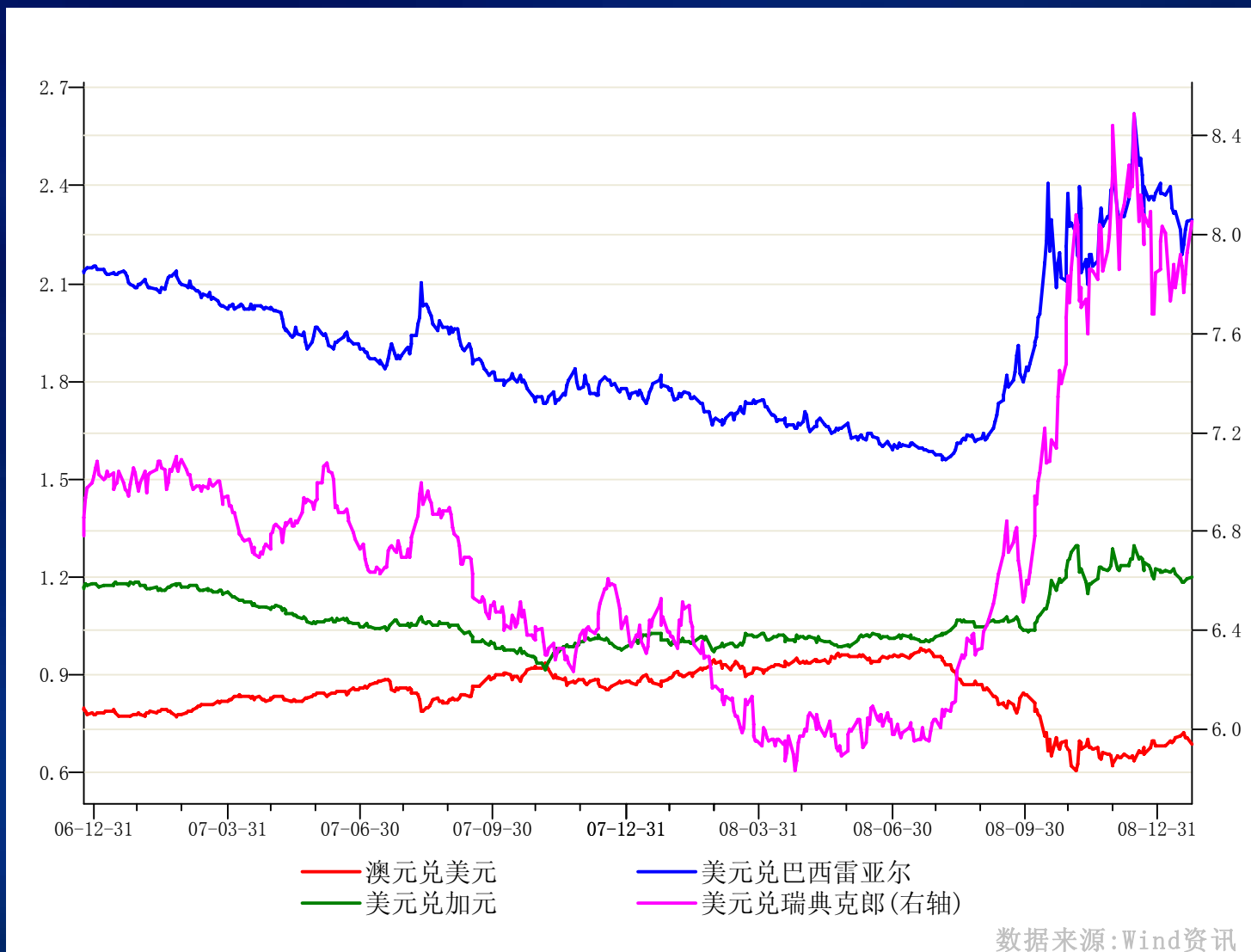
13年历史来看，国际原油市场仓位尚在高位区 (资金没有大规模撤退)

原油三大仓位分布图1986. 1. 15-2009. 1. 13

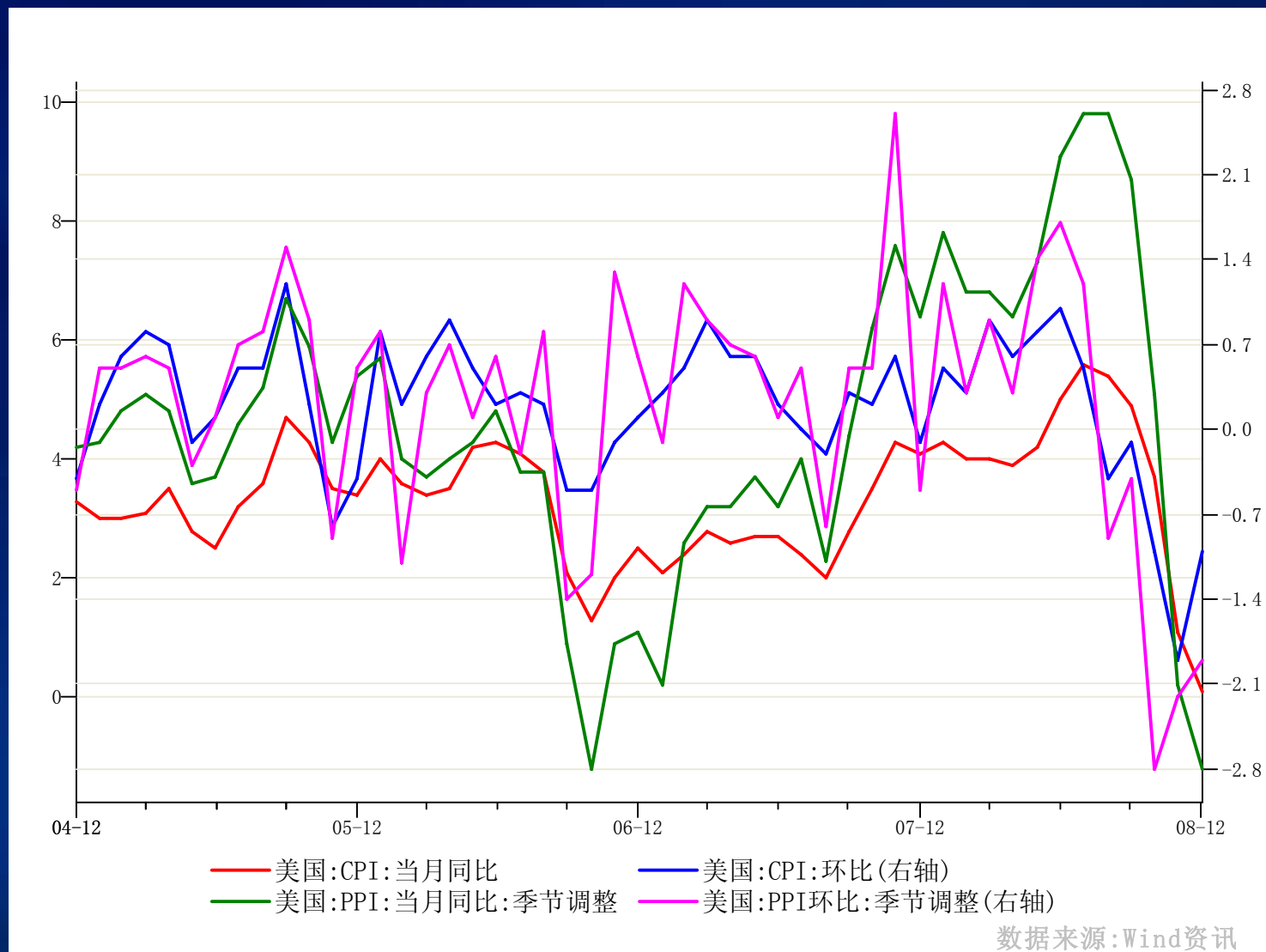


数据来源: CFTC

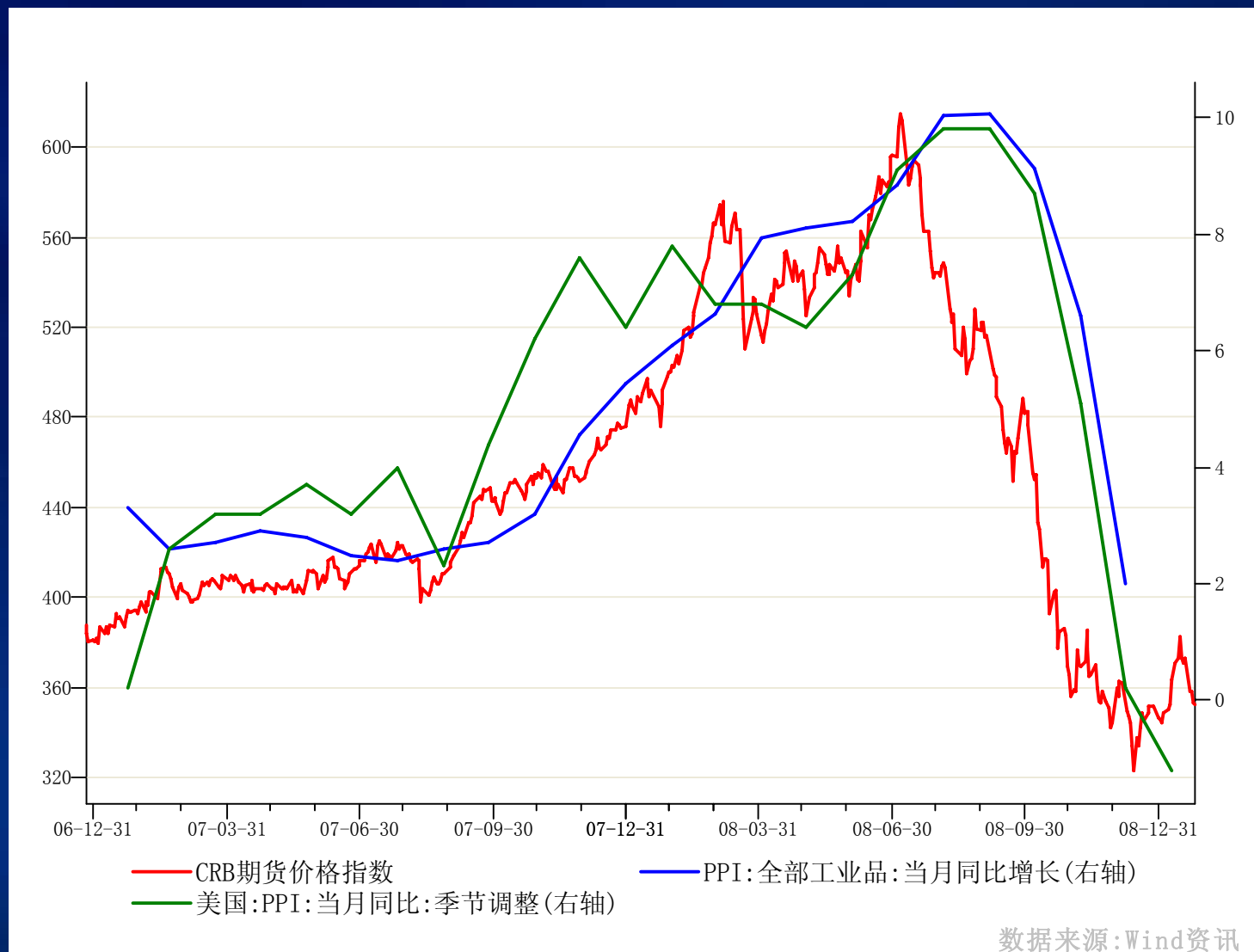
四大商品货币已经稳定：外汇市场预期经济前景乐观



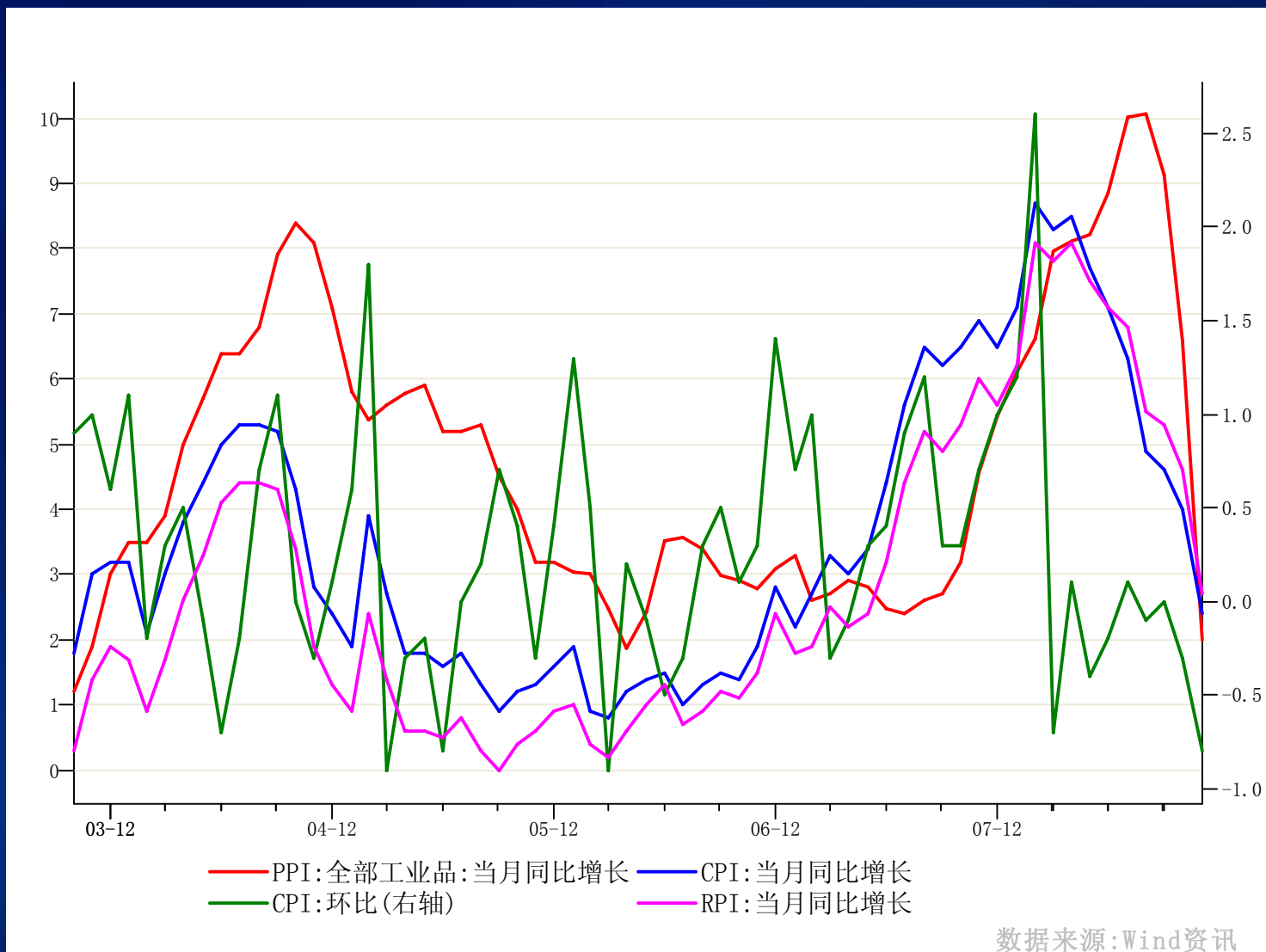
各种指标校准： 美国通缩最危险的时刻（2008年11月）已经过去



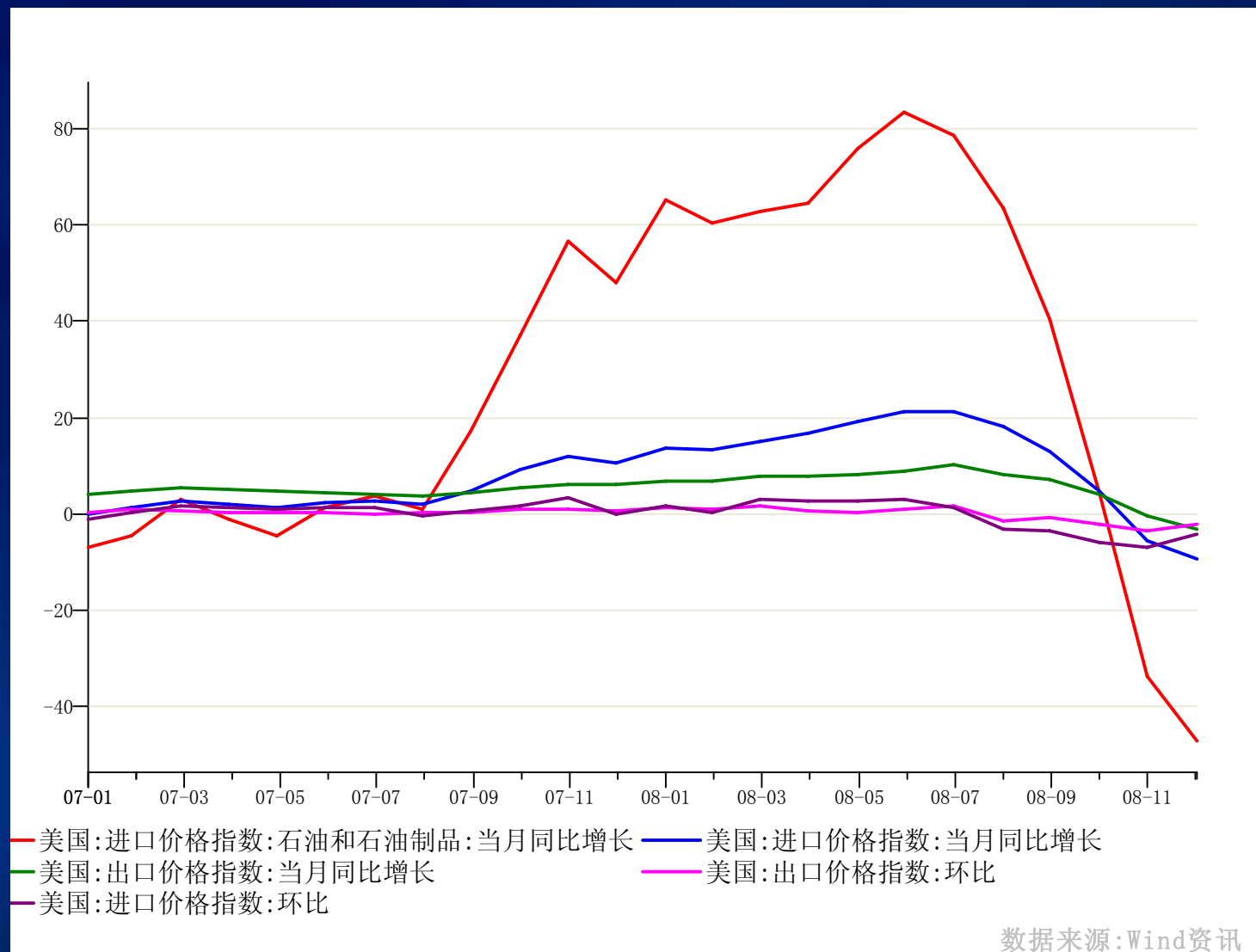
PPI属于国际因素，中国PPI度量的通缩最危险的时刻也已经过去（2008年12月，数据尚未公开发布）



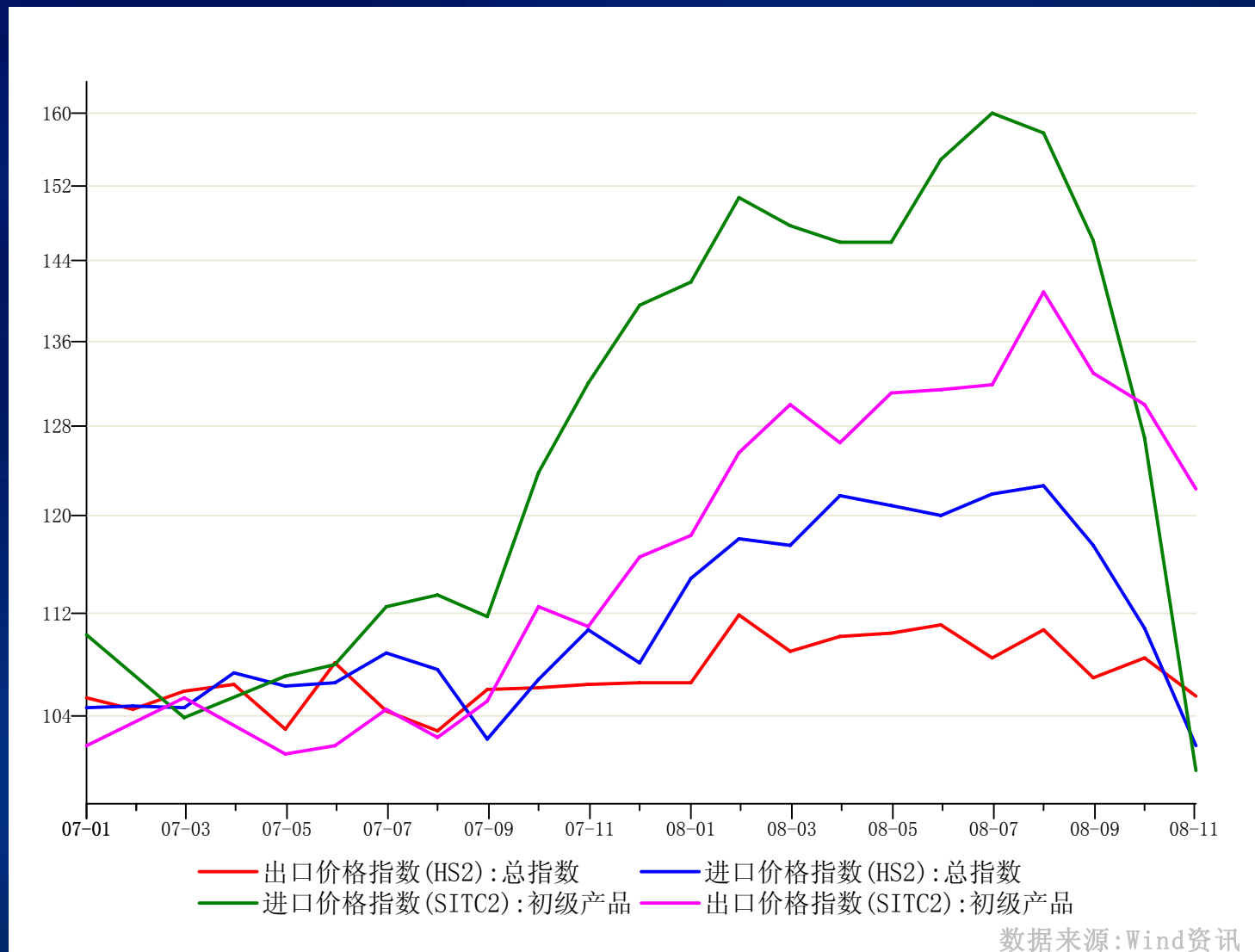
环比度量的中国通缩将在2009年第一季度结束



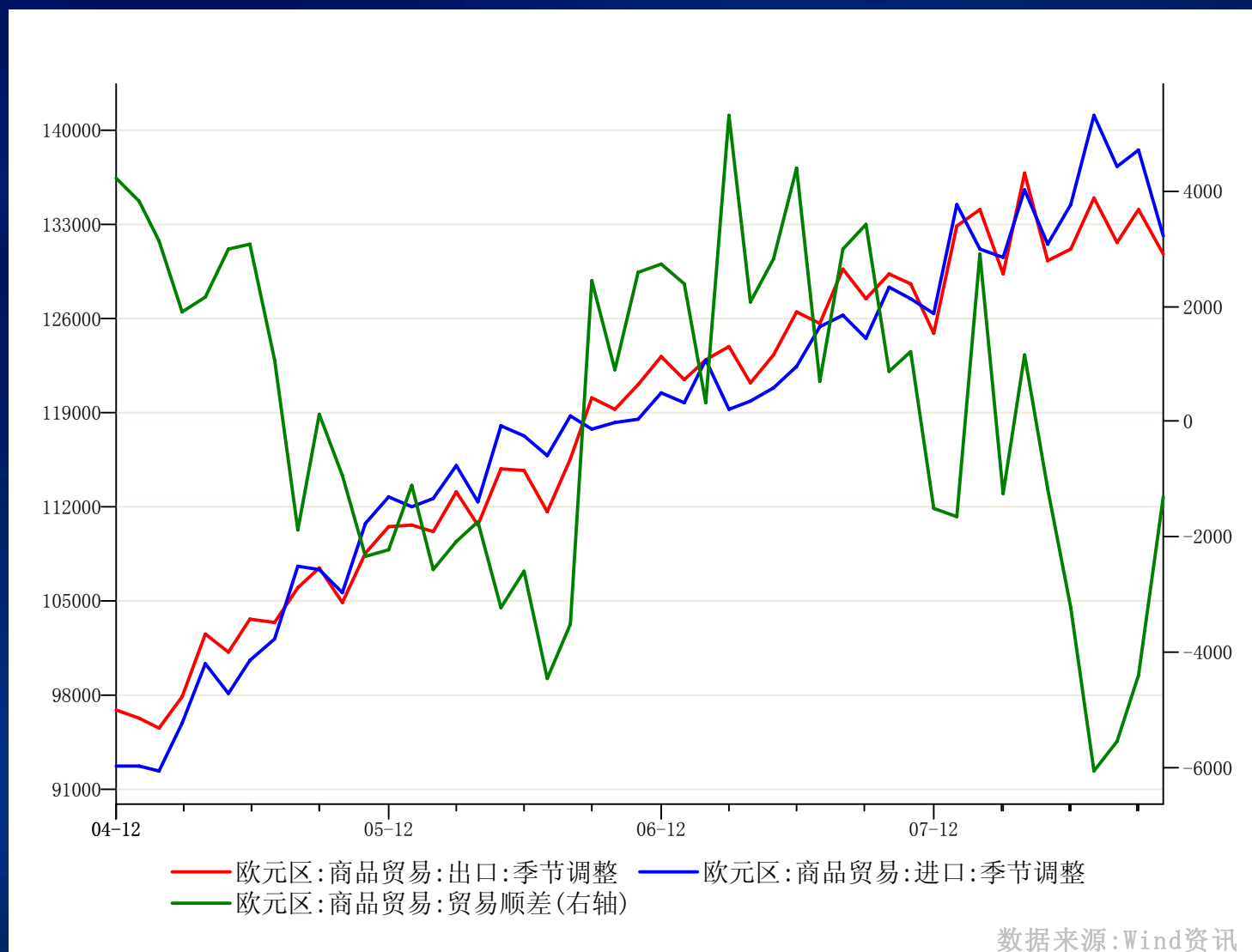
大宗商品下跌美国好处不少（假设2009年大宗商品指数从最底部平均复苏50%）：可以至少带来将近3000亿美元额外所得



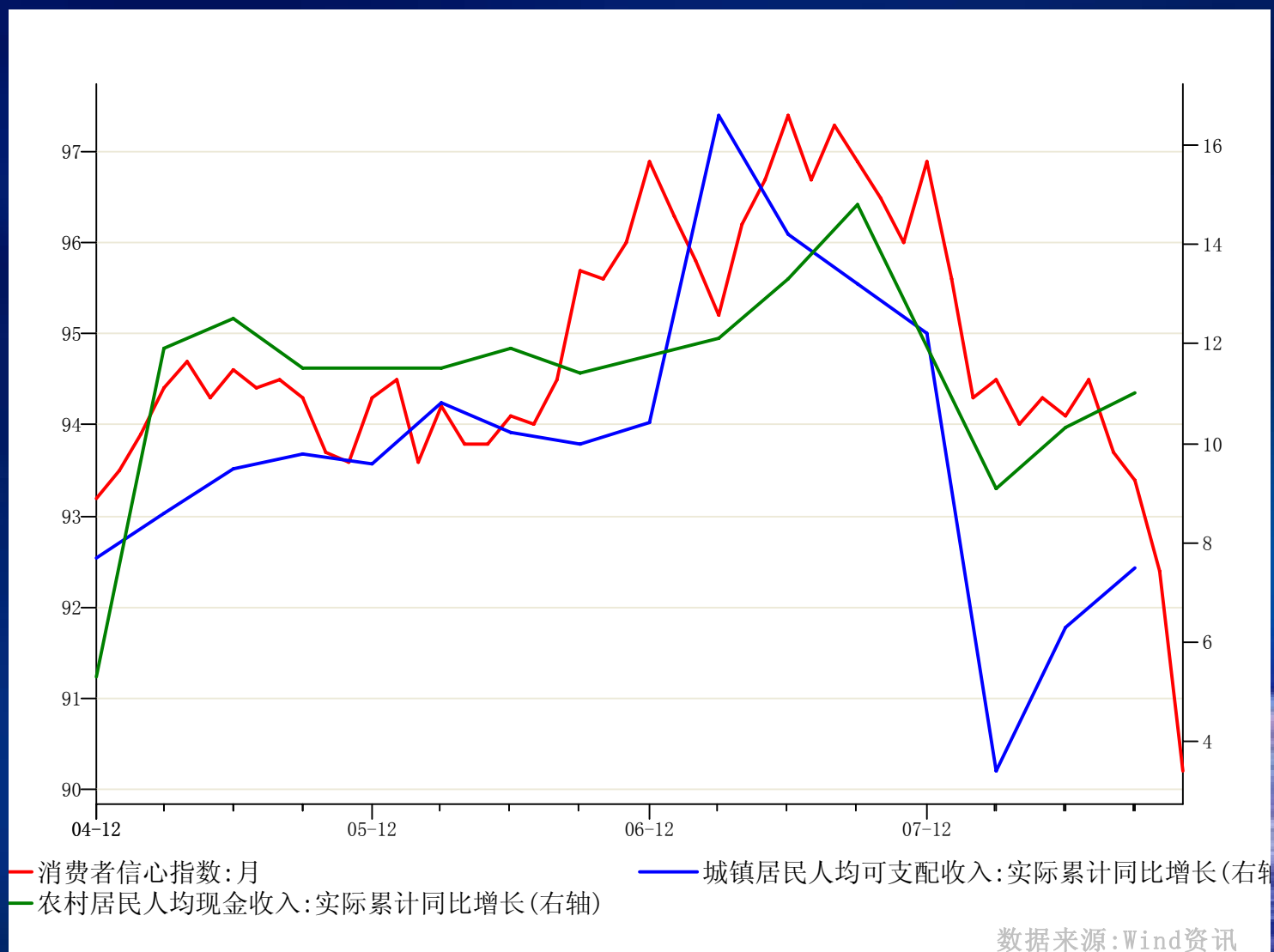
大宗商品下跌中国好处更多（假设2009年大宗商品指数从最底部平均复苏50%）：至少带来近1.9%的2008年GDPG的额外国民收入



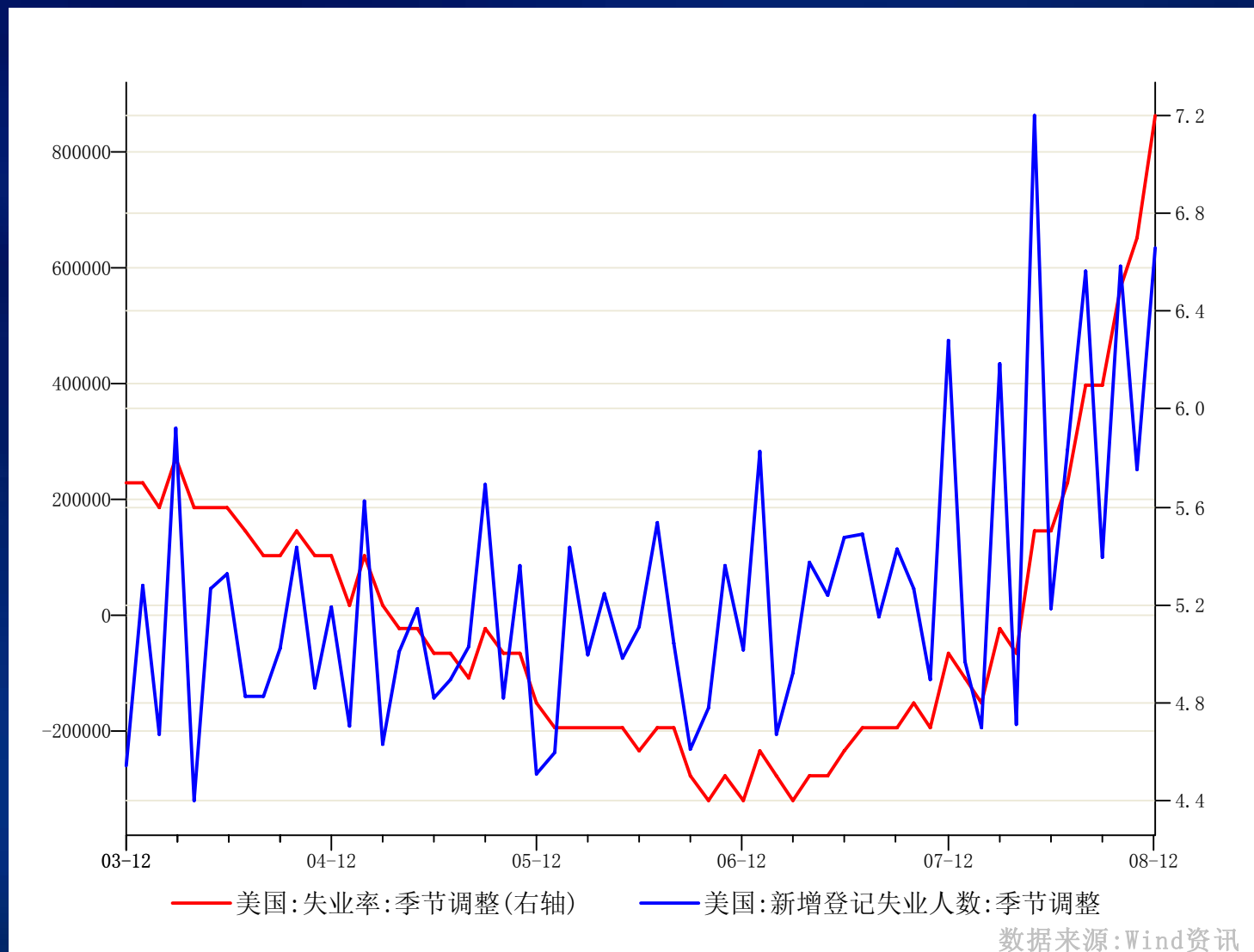
全球再平衡三大观察变量之一：欧洲出口有所好转



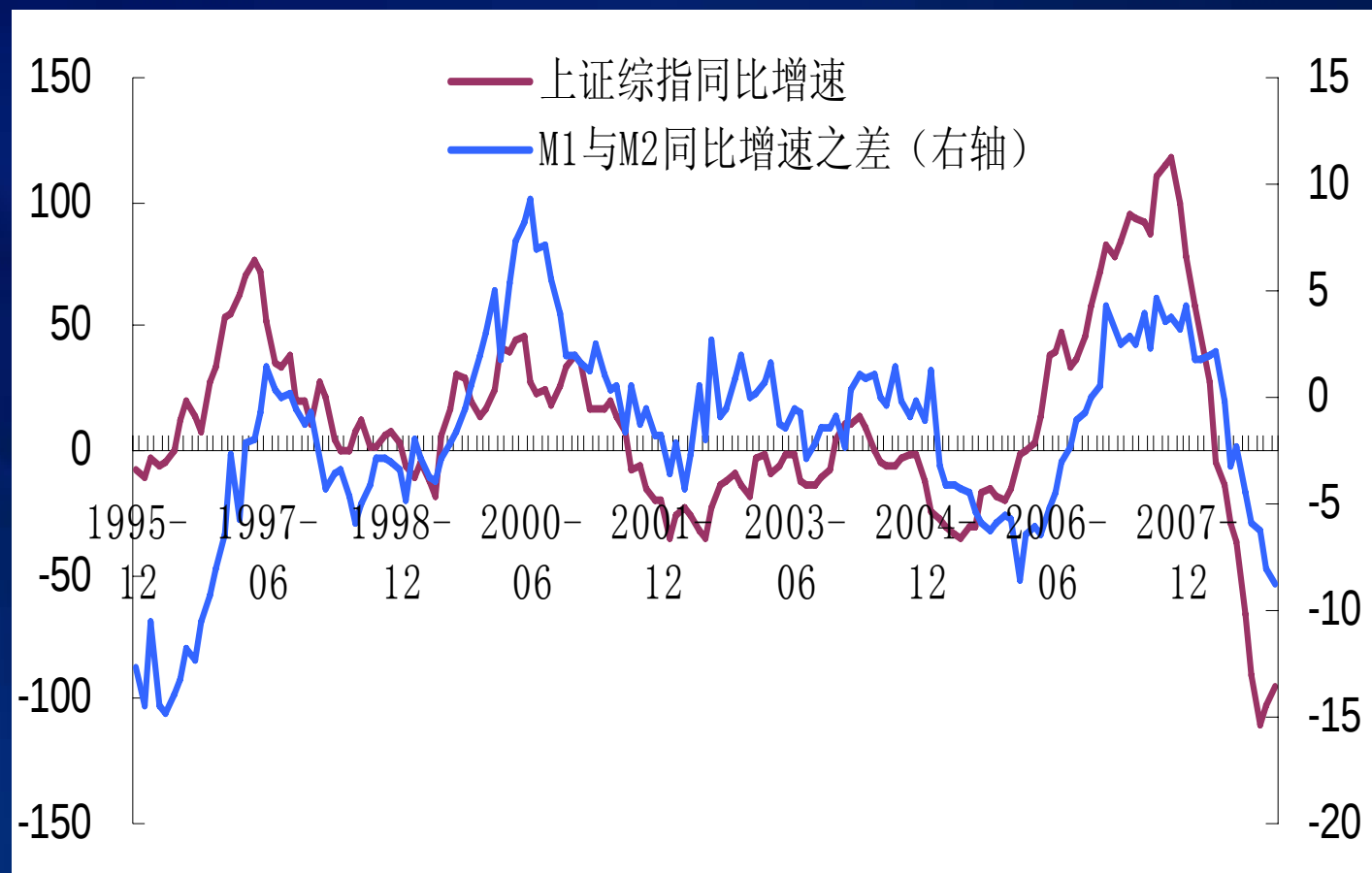
全球再平衡三大观察变量之二： 中国居民消费尚待真正启动



全球再平衡三大观察变量之三：美国失业率等待拐点



上证综指同比增速与（M1-M2）增速之差



滞后一期时上证综指同比增速与（M1-M2）增速之差 两者之间存在相互的因果关系

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 01/15/09 Time: 16:55

Sample: 1995M12 2008M12

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
M1_M2 does not Granger Cause INDEX	156	6.36736	0.01264
INDEX does not Granger Cause M1_M2		13.9345	0.00027

回归方程支持 (M1-M2) 增速差领先 上证走势一期 (一个月) 的判断

Dependent Variable: INDEX

Method: Least Squares

Date: 01/15/09 Time: 16:53

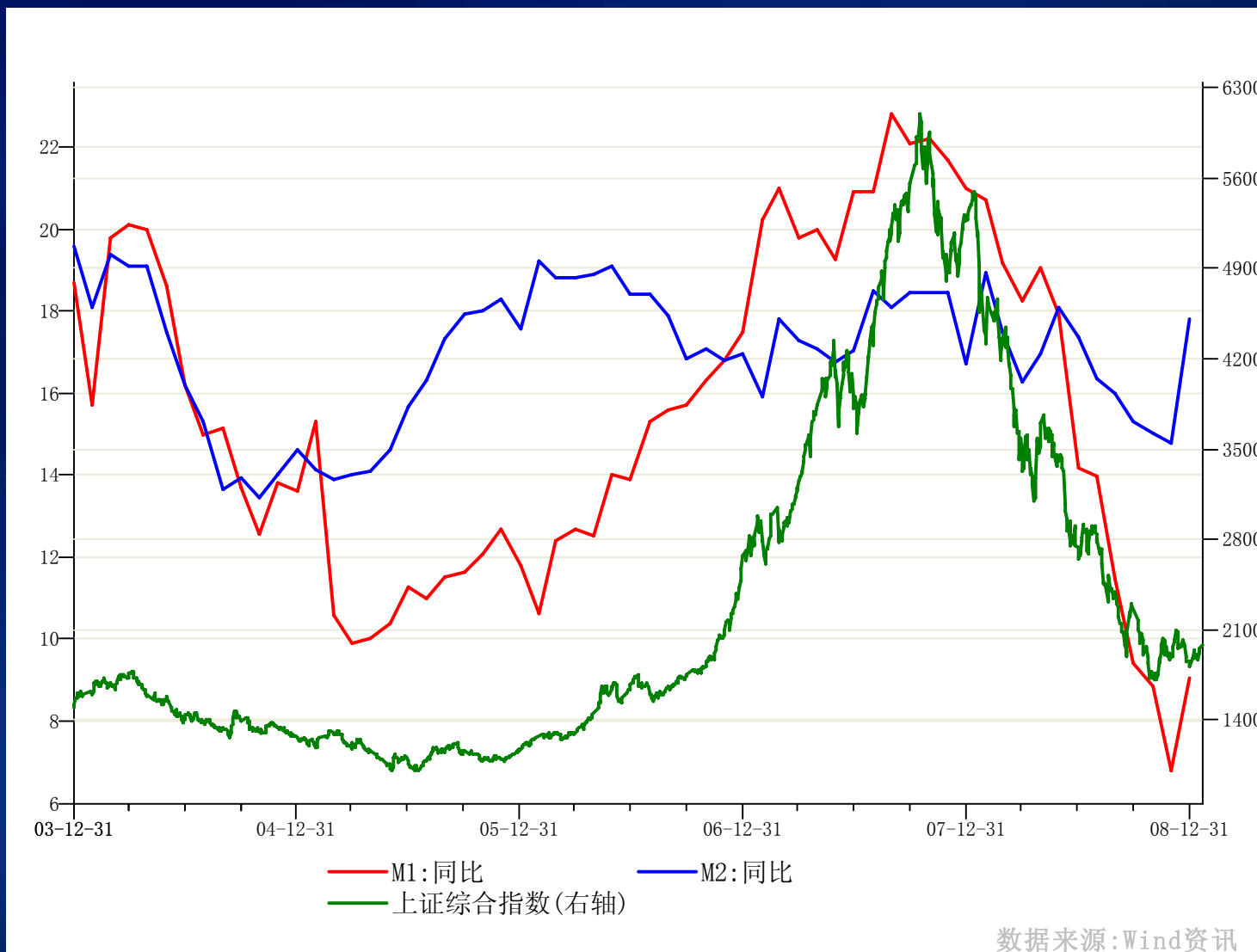
Sample (adjusted): 1996M01 2008M12

Included observations: 156 after adjustments

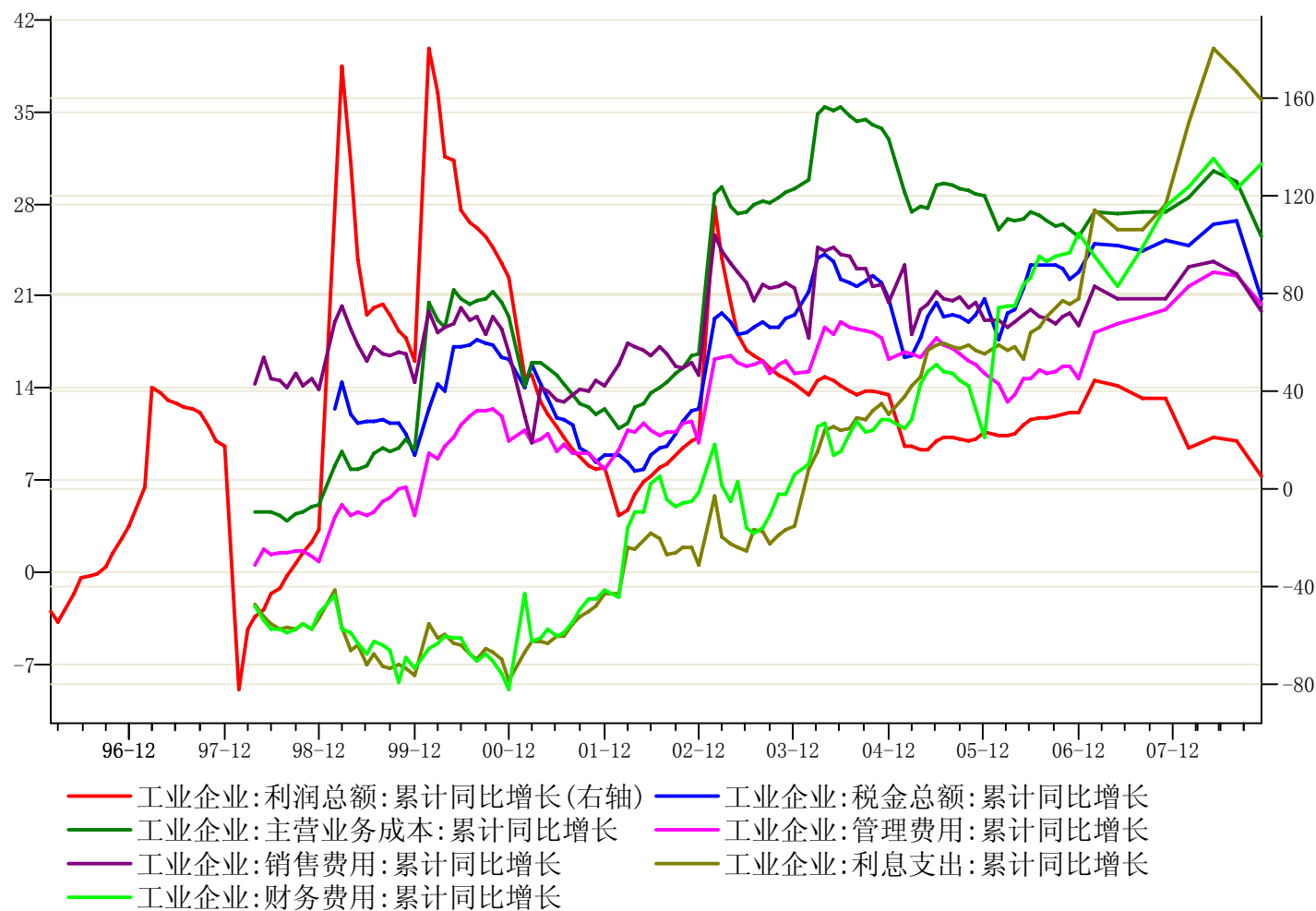
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M1_M2	-0.399790	0.205765	-1.942945	0.0539
INDEX(-1)	1.011632	0.024188	41.82343	0.0000
C	-1.365973	0.973855	-1.402645	0.1627

R-squared	0.934113	Mean dependent var	11.44577
Adjusted R-squared	0.933252	S.D. dependent var	38.99320
S.E. of regression	10.07413	Akaike info criterion	7.476863
Sum squared resid	15527.69	Schwarz criterion	7.535514
Log likelihood	-580.1953	F-statistic	1084.585
Durbin-Watson stat	1.273248	Prob(F-statistic)	0.000000

中国M1-M2死亡交叉喇叭口2008年12月扩大了0.76;
但如果出现股市一月效应, 那么可以带来福音 (互为因果)

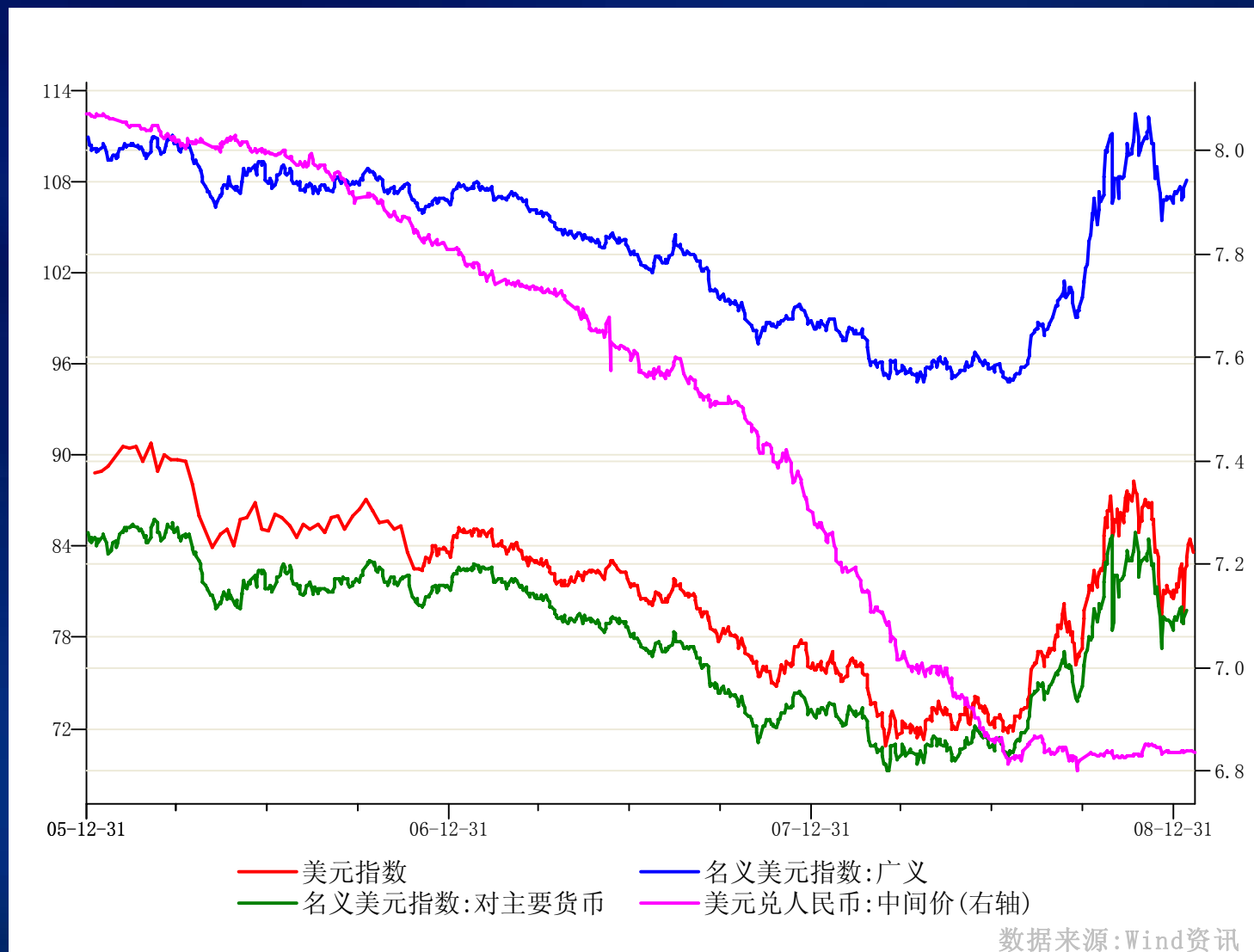


期待中国货币供应喇叭口2009年1-2月期间收敛, 2009年3月工业企业利润可能显现环比拐点



数据来源:Wind资讯

在全球实体经济没有稳定之前，美元和人民币不能贬值，这是全球经济见底反弹之逻辑前提



作者简介

- **Sihai Fang**, 经济学与金融学教授, 金融工程博士生导师。曾经游学世界主要国家。学术研究方向: 大类资产配置 (含另类资产配置; 还继续招收博士研究生); 研究方法: 大样本计量+田野研究; 曾在美国/澳洲/英国/中国香港等国际学术期刊和国际主流学术会议发表英文论文10多篇, 并执笔宏观经济EDP教材, 合作译著一部 (商品期货中的价值投资), 个人专著两部 (分别为金融工程领域和宏观金融领域)。英文学术论文, 多次名列美国社会科学研究SSRN之TOP 10 LIST
- 商业研究: 发表宏观经济报告48篇 (宏观分析系列40篇, 宏观TALKS系列8篇), 金融工程与资产配置系列报告29篇 (金融工程系列, 金融工程TALKS系列, VC与PE系列等三个系列合并)
- 商业研究, 试图将近年来给博士生课程讲义 (宏观经济学与金融经济学前沿研究18讲, 成稿于澳洲墨尔本) 有机结合, 试图采用全新的分析框架和思维模式来把握全球宏观与金融市场波动规律, 不保证完全有效; 如果有效, 未来将写成学术论文, 与读者共享; Sihai Fang教授关于宏观经济以及金融工程之新基础理论: 周期变频及多阶拐点理论

分析师申明

- 此报告，所表述的所有观点，准确反映本人对上述内容的观点；本人不因本报告中的任何意见和观点收到任何形式的补偿，也没有接受任何组织或个人暗示或明示
- 本人报告，均系独立研究报告，报告发布媒介：宏源证券公司OA,WIND以及有关媒体；内容完整表述以报告为准，并随全球经济形势变化而不断修正
- 此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或隐含邀请