

风险资产配置趋谨慎，大盘股优先小盘股

报告要点

理财产品投资维度

- 从最优资产配置及其资产表现稳定性角度对目前市场阶段的判断认为当期重点配置小盘股及周期型股票的最佳试点已经过去，我们认为，这一波经济周期轮转速度大大加快，各个阶段资产收益率表现转化采用有空间换时间的方式进行。则依据资产配置，下一阶段，股票中可能优先配置大盘而不再是小盘，同时企业债及商品有良好表现。
- 市场趋势追踪在本周发出卖出信号。我们从大的趋势追踪角度，认为行情的主升浪已经结束，未来行情要保持谨慎乐观。
- 对各类资产收益率的考察则告诉我们市场目前的热点集中在大盘股、周期型股票及商品和权证上。

理财产品投资标的

- 优先配置市场基准基金（沪深 300）及周期性基金。新世纪，华夏大盘精选、金鹰中小盘精选等值得关注。
- 券商集合理财产品优先配置股票型及 FOF 基金。光大及中金理财产品值得重点关注，光大阳光 2 号及国信“金理财”经典组合基金集合资产等值得投资者重点关注。
- 人民币理财产品本期收益率前列以中小银行为主，且收益率依然偏低，建议投资者适当关注。
- 杠杆投资标的方面，权证由于有大资金进场，建议密切关注交易性机会。而商品进过前期获利回调，会构建新的长期向上平台。

各资产指数收益率现状对比



分析师：邓二勇

(8621) 63219519

denggy@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

图标目录

表格 1: 经济周期资产配置结论	4
表格 2: 舆情高涨且分歧较小情况下未来一周的收益率 t 检验	6
表格 3: 理财产品一周市场表现 (09.04.27-09.04.30)	7
表格 4: 基金风格排名 (大盘股、小盘股、周期及防御)	8
表格 5: 长江基金研究排名	9
表格 6: 券商集合理财收益率及风险收益特征	10
表格 7: 长江集合理财研究排名	11
表格 8: 各种信托产品基本资产对比 (不包含非归类类型)	11
表格 9: 本周新增信托产品基本资产 (全部信托, 含上述非归类类型)	12
表格 10: 本周银行理财产品基本情况	12
表格 11: 本周人民币理财产品收益前 10 名	12
表格 12: 不同状态下债券收益率历史情况	14
表格 13: 期货商品一周运行情况	15
表格 14: 商品在不同状态下的历史收益率状况	17
图表 1: 现阶段各类资产收益率指数对比	5
图表 2: 长江趋势追踪技术对大趋势的判断	5
图表 3: 长江基金分歧指数	6
图表 4: 本周理财产品及其收益率变动 (与上周对比)	7
图表 5: 券商集合理财产品收益率指数对比	10
图表 6: 债券收益率指数	13
图表 7: 权证一周市场运行情况	14
图表 8: 权证收益率指数	15
图表 9: 商品收益率指数	16

正文目录

图标目录.....	2
正文目录.....	3
一:理财产品本周投资策略	4
二:理财产品投资维度	4
2.1 资产配置维度: 最优配置与资产表现.....	4
2.2 市场状态维度.....	5
2.2.1 市场趋势追踪: 卖出	5
2.2.2 市场转折判断: 基金分歧开始异动.....	6
2.2.3 短期市场观点: 舆情指数表明行情乐观	6
2.3 资产收益率维度.....	6
三:基本理财产品.....	8
3.1:基金.....	8
3.1.1 基金风格排名	8
3.1.2 长江基金研究排名	8
3.2:券商集合理财	10
3.2.1 券商集合理财产品指数.....	10
3.2.2 券商集合理财产品评级.....	10
3.3:信托及银行理财.....	11
3.3.1 信托理财产品	11
3.3.2 银行理财产品	12
3.4:债券.....	13
3.4.1 债券收益率指数.....	13
3.4.2 历史状态下债券收益率情况及投资标的	14
四:杠杆理财产品投资标的	14
4.1:权证.....	14
4.1.1 权证市场表现	14
4.1.2 权证指数及投资标的	15
4.2:商品.....	15
4.2.1 商品市场一周运行状况.....	15
4.2.2 商品指数.....	16
4.2.3 商品的历史收益率情况及投资标的	16

一:理财产品本周投资策略

理财产品投资维度

- 从最优资产配置及其资产表现稳定性角度对目前市场阶段的判断认为当期重点配置小盘股及周期型股票的最佳试点已经过去，我们认为，这一波经济周期的轮转速度大大加快，各个阶段的资产收益率表现转化在采用有空间换时间的方式进行。则依据资产配置，下一阶段，股票中可能优先配置大盘而不再是小盘，同时企业债及商品有良好表现。
- 市场趋势追踪在本周发出卖出信号。我们从大的趋势追踪角度，认为行情的主升浪已经结束，未来行情要保持谨慎乐观。
- 对各类资产收益率的考察则告诉我们市场目前的热点集中在大盘股、周期型股票及商品和权证上。

理财产品投资标的

- 优先配置市场基准基金（沪深 300）及周期性基金。新世纪，华夏大盘精选、金鹰中小盘精选等值得关注。
- 券商集合理财产品优先配置股票型及 FOF 基金。光大及中金理财产品值得重点关注，光大阳光 2 号及国信“金理财”经典组合基金集合资产等值得投资者重点关注。
- 人民币理财产品本期收益率前列以中小银行为主，且收益率依然偏低。
- 杠杆投资标的方面，权证由于有大资金进场，建议密切关注交易性机会。而商品经过前期获利回调，会构建新的长期向上平台。

二:理财产品投资维度

2.1 资产配置维度：最优配置与资产表现

通过对中国资产历史配置实证及美国等重要资产配置结论的对比，可以知道在历史上资产在不同阶段最优资产配置如下表所示。

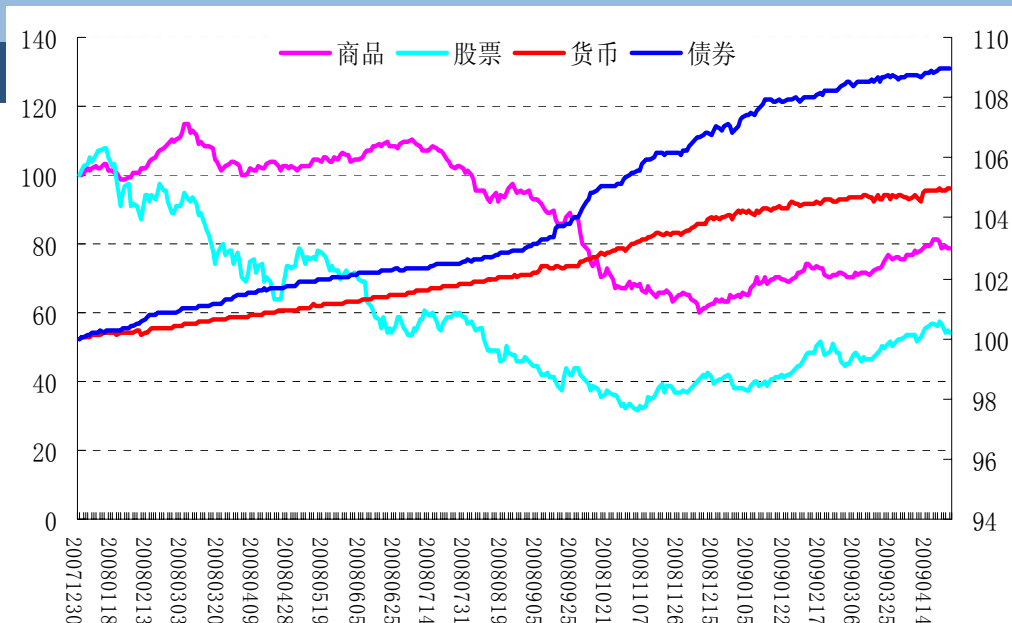
表格 1：经济周期资产配置结论

状态	GDP 状态	CPI 状态	货币政策	最优资产	最优配置
1	衰退	紧缩	减息	债券	国债/企业债
2	衰退	紧缩	加息	股票	小盘股/国债/能源
3	增长	紧缩	加息	股票/商品	企业债/金属/股票
4	增长	通胀	加息	股票/商品	pe 股票/金属/国债
5	衰退	通胀	加息	债券/商品	债券/能源/小盘
6	衰退	通胀	减息	债券	国债/企业债/农产品

资料来源：wind,长江证券研究所

目前阶段，依据 GDP/CPI/货币政策所划分的经济周期来看，倾向于在状态 2 中后期，或者状态 2 到状态 3 的过渡阶段（当然历史经验也表明这一阶段有一定持续时间，而对于加息的状态判断是我们当前利率已经处于历史低位，未来来看处于加息可能性较大），因此在这个阶段重点配置股票（从小盘股转向大小盘股兼顾）国债及有倾向性配置金属商品。

图表 1: 现阶段各类资产收益率指数对比



资料来源: wind, 长江证券研究所

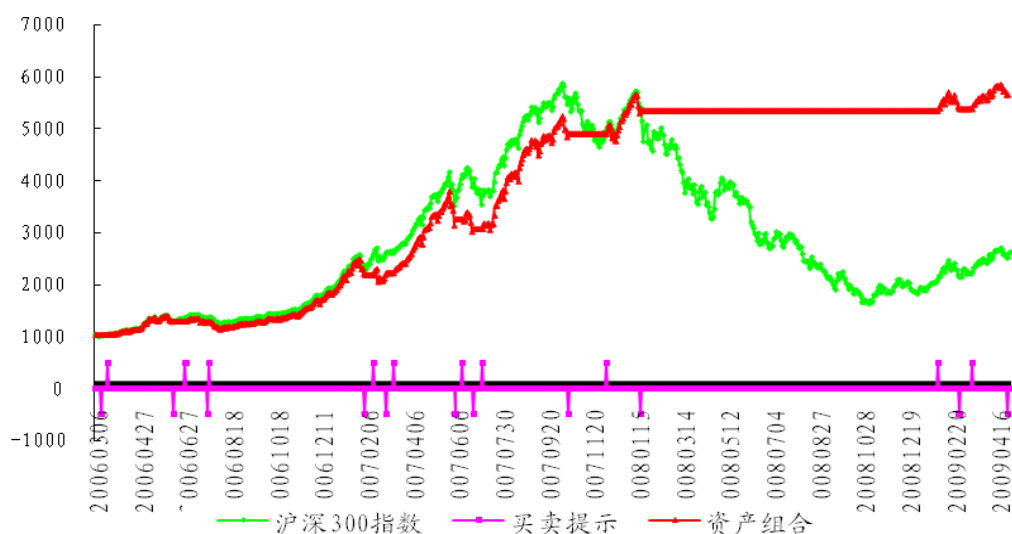
截止最新一期, 各类资产的收益率表现如上图所示。从大类资产配置角度而言, 在资产收益率相对表现稳定的假设基础下, 本阶段最有可能是处于衰退的中后期向复苏的前期演变的过程, 当然美国历史经验也表明, 通常这一阶段的平均持续时间将超越 1 年。

2.2 市场状态维度

2.2.1 市场趋势追踪: 卖出

根据长江趋势追踪对大势的判断 (详见报告: 谭卓 <算法交易策略研究深度报告>), 最新一期的市场发出卖出信号, 如下表所示:

图表 2: 长江趋势追踪技术对大趋势的判断



2009-3-13 日发出买入指令, 截止到 2009-4-24 日尚没有发出卖出指令, 我们认为从市

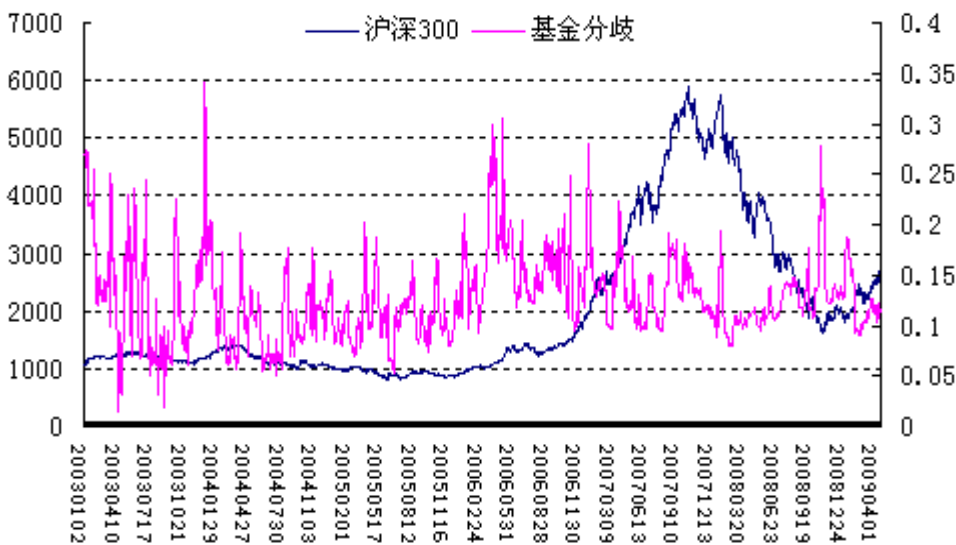
场趋势追踪技术上来看，目前股票市场的买入并持有配置策略暂不发生根本的改变。

2.2.2 市场转折判断：基金分歧开始异动

基金作为市场的最重要参与力量，其行为直接决定了市场大多数时期的表现。分歧产生价值的基本逻辑解释如下：当参与者的分歧达到最大值时，一方对错误的纠正必然导致行情沿着另外一方的判断运行，从而导致市场发生重大转折；直到新的分歧开始产生，从而进入新一轮的分歧过程。

根据最新一期数据计算，目前市场的基金分歧虽然保持在低位，但是已经有开始攀升的迹象，需要引起投资者的极大关注。

图表 3：长江基金分歧指数



资料来源：WIND，长江证券研究部 规律初始研究作者：夏满阳（长江金融工程）

2.2.3 短期市场观点：舆情指数表明行情乐观

通过对上周周舆情指数分析得到本周上涨概率明显大于上升概率，具体报告参见：《探底回升--长江舆情周报 0427》 俞文冰 长江金融工程。

表格 2：舆情高涨且分歧较小情况下未来一周的收益率 t 检验

变量	均值	标准误	自由度	t 值	P 值
下一周收益率	2.01%	0.70%	49	2.86	0.0031

资料来源：WIND，长江证券研究部

有上可知道历史该类情绪下，下周能够显著的获得正的收益率。

有上述市场的转折、趋势及短期市场指标均可判断，本周市场行情虽然短期相对乐观，但是由于市场趋势发生了改变，同时从大类资产及热点表现而言，则要相对谨慎，因此我们对未来行情相对谨慎。

2.3 资产收益率维度

本周基金、权证、债券、券商集合理财及商品对应收益率分别如下所示，可以清楚的看到，在目前阶段，大盘股开始取代小盘股的地位，成为资产重点关注对象；而周期性行业表

现依旧显眼。同时本周权证市场也表现抢眼，表明了有部分资金进入了该市场，建议投资者积极关注。但是我们的资产配置表明，这个阶段如果大盘股相对于小盘股会有一定表现，则市场可能进入并非重点配置股票的阶段（预期的阶段已经过去）。

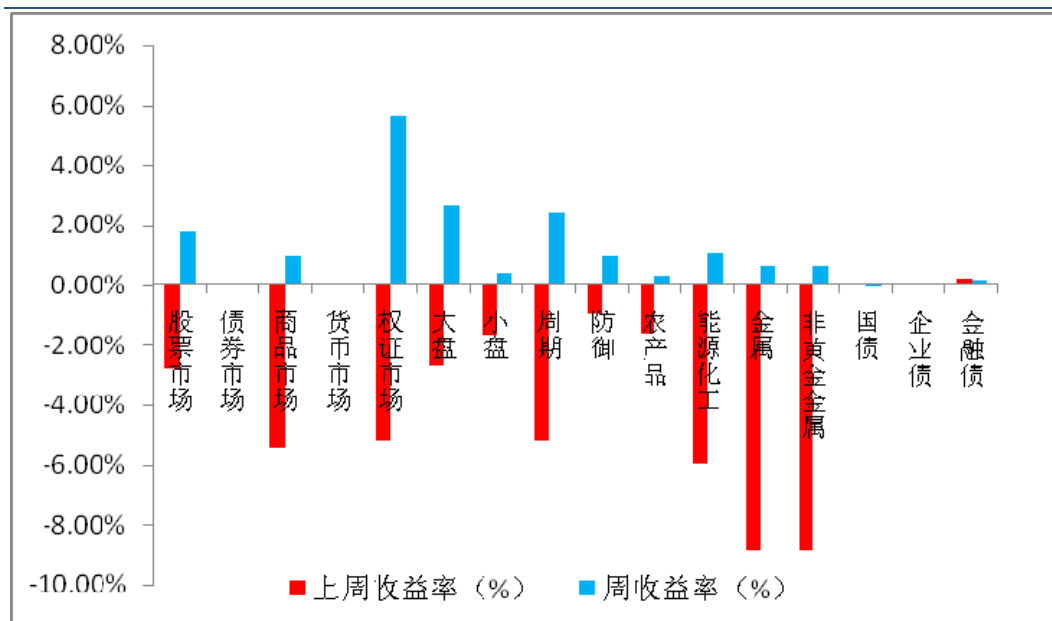
表格 3：理财产品一周市场表现（09.04.27-09.04.30）

理财产品	交易数目	周收益率	月收益率	年收益率	上周收益率
股票市场	1536	1.75%	3.24%	48.94%	-2.80%
债券市场	847	0.01%	0.23%	1.41%	0.06%
商品市场	19	0.94%	4.11%	27.91%	-5.43%
货币市场	117	0.06%	0.28%	0.74%	0.02%
权证市场	14	5.64%	1.17%	35.96%	-5.17%
大盘股	35	2.66%	1.11%	37.08%	-2.65%
小盘股	200	0.40%	7.33%	73.70%	-1.68%
周期股票	356	2.41%	2.20%	66.38%	-5.18%
防御股票	234	0.95%	3.64%	29.89%	-0.96%
农产品	9	0.30%	3.11%	14.86%	-1.64%
能源化工	4	1.10%	-0.02%	38.51%	-5.98%
金属	6	0.64%	4.90%	39.72%	-8.84%
非黄金金属	5	0.64%	4.91%	39.79%	-8.85%
国债	218	-0.07%	0.12%	1.24%	0.01%
企业债	310	0.08%	0.26%	3.24%	0.04%
金融债	220	0.16%	0.45%	2.17%	0.23%

资料来源：长江证券研究部；注：商品、债券等收益率指数均为长江独立编制 交易数目为 wind 数据完整数目，不完全为实际数目，特此说明（商品亦为从本月已经进入组合的标的）

本周 16 种分类理财产品的投资标的收益率及对比上周收益率如下图所示：

图表 4：本周理财产品及其收益率变动（与上周对比）



资料来源：Wind，长江证券研究部

和前几周市场表现完全不一致，市场的重点风格除了依然在周期性股票之外，大盘股相对于小盘股已经开始表现出正的溢价。而商品在经历前期回调之后，开始构建新的平台，值得进一步持有。债券及货币市场表现依旧弱势，短期难有大的改观。我们维持前期的一贯观点：资产配置的重点依然在风险资产上，但是开始有限配置大盘及周期性股票。而小盘股则短期需要规避。

三:基本理财产品

3.1:基金

3.1.1 基金风格排名

根据股票型基金对应不同资产收益率指数（沪深 300 指数，中小盘指数，周期型行业指数，防御型行业指数）等的相对表现，得到基于解释力度的基金风格排名，同时依据夏普比例排名，最新一期四类风格指数排名如下：

表格 4：基金风格排名（大盘股、小盘股、周期及防御）

市场基准	Sharpe Ratio	小盘基金	Sharpe Ratio
新世纪优选成长	3.636168	华商盛世成长	3.390023
金鹰红利价值灵活配置	3.522747	金鹰中小盘精选	3.284652
中信经典配置	3.232379	国泰金鹰增长	2.818384
兴业社会责任	3.144463	泰达荷银成长	2.689261
中信红利精选	3.10133	华夏中小板 ETF	2.613148
防御型基金	Sharpe Ratio	周期性基金	Sharpe Ratio
宝盈资源优选	2.310455	----	----
华富竞争力优选	1.771292	----	----
----	----	----	----

资料来源：长江证券研究所 wind

最近的指数回归表明，更多的基金倾向于均衡或者市场基准，已经少有基金完全是周期型或者是防御型，这个和前期有很多周期型基金形成鲜明对比，一方面说明了周期型股票已经不是基金的重点超配对象，另一方面也可能和周期型行业表现和市场基准（沪深 300）表现接近有较大关系。因此从这个角度讲，未来市场可能会部分向大盘股倾斜，投资者要注意这一动向。同时，完全超配防御型和周期型行业的基金已经大大减少。

金鹰及新世纪两基金管理公司在今年异军突起，华夏及嘉实等大基金亦在小盘和周期性基金中占有一席之地，我们认为这几只基金都是下阶段值得重点关注的产品。在目前市场热点投资标的大盘股及周期性股票上，华夏大盘精选、金鹰红利价值等值得关注。

3.1.2 长江基金研究排名

根据最新一期长江基金绩效评估，得到股票型、积极配置型、保守型、债券型及封闭式基金其排名如上表所示。

表格 5: 长江基金研究排名

排名	名称	代码	时间	总分
股票型基金				
1	华夏大盘精选	S10716	20040811	67.98951
2	华夏复兴	S42742	20070910	4.045297
3	华夏红利	S12462	20050630	-69.8105
4	摩根士丹利华鑫资源	S13016	20050927	-76.1989
5	泰达荷银成长	S10168	20030425	-77.3911
6	长盛同德主题增长	S3596063	20071025	-108.776
7	友邦华泰积极成长	S28985	20070529	-110.782
8	工银瑞信核心价值	S12977	20050831	-115.532
9	泰达荷银周期	S10169	20030425	-120.038
10	东吴行业轮动	S3602383	20080423	-123.743
积极配置型基金				
1	金鹰中小盘精选	S10604	162102	20040527
2	博时平衡配置	S15962	50007	20060531
3	中银中国精选	S10911	163801	20050104
4	华夏回报	S10244	2001	20030905
5	华夏回报 2 号	S18148	2021	20060814
保守型基金				
1	国投瑞银融华债券	S10158	20030416	51.45384
2	兴业可转债	S10588	20040511	43.6464
债券型基金				
1	中信稳定双利债券	S17664	20060720	156.0953
2	工银瑞信信用添利 A	S3602681	20080414	156.0814
3	交银施罗德增利 B	S3602434	20080331	125.6725
4	华夏希望债券 C	S3601663	20080310	124.7407
5	广发增强债券	S3601821	20080327	114.8679
封闭型基金				
1	基金兴华	500008	19980428	-53.2308
2	基金安顺	500009	19990615	-60.0617
3	基金裕隆	4692	19990615	-99.7258
4	基金丰和	184721	20020322	-112.483
5	基金银丰	S10045	20020814	-112.655

资料来源: 长江证券研究所 wind

华夏基金在股票型基金中占据了绝对的优势（从一年时间来看，排名股票型基金前三位），其时长期投资者关注的重点股票型基金投资对象。同时目前市场趋势已经发出卖出信号，同时从大类资产角度对资产的配置而言，本阶段（衰退后期）如果大盘股超越小盘股，则基于预期的股票最佳配置时间点可能已经过去，目前重点配置要重新有一段时间回归到企业债及商品之上。

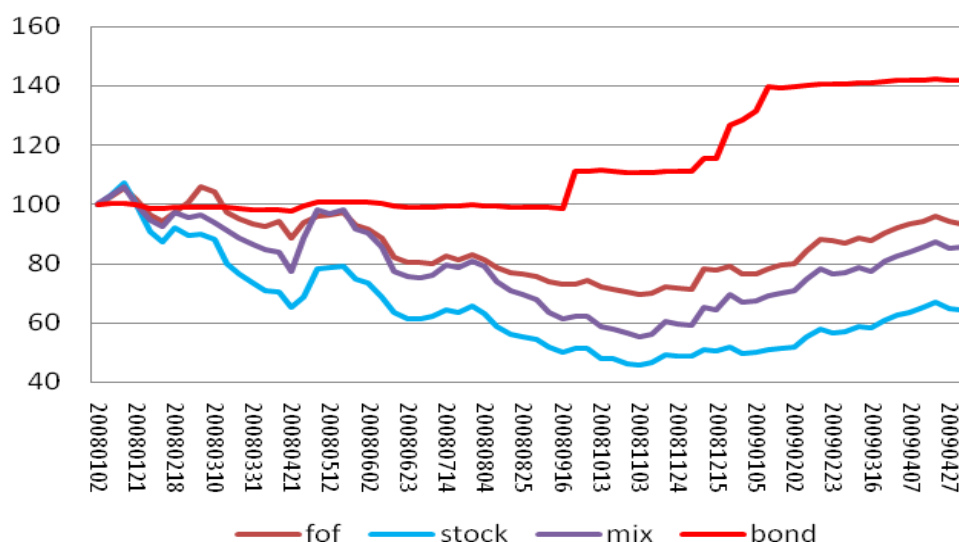
3.2: 券商集合理财

3.2.1 券商集合理财产品指数

2008 年以来，可以知道在经济下行，CPI 又高位回落，同时利率开始下降周期中，债券必然表现出良好的收益率，而股票的表现相对较差。实际上，对于券商集合理财产品而言，其投资业绩和这一经济周期下的资产表现及其吻合，具体如下图所示。

可以发现，债券整体的收益率从 08 年初以来表现优异，而股票的收益率表现最差，混合型则介于股票型与 FOF 之间。而从 09 年初始以来，债券收益率趋于稳定，这正是 bond 的显著特征：在特定时期表现优异，之后趋于稳定。同时这个阶段，必然伴随其它资产的优异表现，上表中可以发现股票等正是如此。因此从 08 年年度以来，股票及 FOF 等的收益率则显著增加。

图表 5: 券商集合理财产品收益率指数对比



资料来源：Wind，长江证券研究部 注：fof 表示基金宝，stock 是股票型基金，mix 为混合型，bond 表示债券型

表格 6: 券商集合理财收益率及风险收益特征

类型	交易数目	本周收益	本月收益率	年度收益率	夏普比例
FOF	11	-0.85%	1.39%	21.94%	-0.27
股票	7	-0.31%	2.94%	30.23%	-2.04
债券	10	0.04%	0.18%	10.50%	4.01
混合	16	0.26%	3.37%	27.12%	-0.51

资料来源：长江证券研究部 基准 沪深 300，注意：该数目均指有效数目，即 wind 收益率数据为全的数目

3.2.2 券商集合理财产品评级

券商集合理财产品依据同样对基金的整体评级方法，采用年度收益率作为判断标准，可得目前市场上所有集合理财产品的评级如下表所示。

表格 7: 长江集合理财研究排名

排名	代码	名称	时间	总分
FOF				
1	S18323	光大阳光 2 号集合资产管理计划	20060831	560.2652
2	S3602770	长江超越理财 2 号集合资产管理计划	20080424	46.74306
3	S3621625	东海证券东风 2 号集合资产管理计划	20080613	-8.09
股票型				
1	S3603690	中金股票策略二号集合资产管理计划	20080508	-87.2009
2	S21785	国信“金理财”价值增长股票精选管理计划	20070125	-116.545
混合型				
1	S13358	光大阳光集合资产管理计划	20050428	485.1415
2	S13434	东方红 2 号集合资产管理计划	20060705	306.995
2	S3602903	中银万国 1 号集合资产管理计划	20080407	-18.1053
4	S3631224	华泰紫金鼎锦上添花集合资产管理计划	20090319	-135.14
债券型				
1	S18042	东海证券东风 1 号集合资产管理计划	20060915	620.3531
2	S13368	中金短期债券集合资产管理计划	20050704	490.2944
3	S13378	华泰紫金 1 号集合资产管理计划	20051206	474.7372

资料来源: 长江证券研究部 wind

在对券商集合理财产品的评级判断中, 是采用最新一年的收益率数据作为依据, 如果该券商集合理财产品没有满一年, 则未满一年的时间部分采用其所属类型的平均收益率作为替代, 我们认为给予没有成立的资产管理产品所属类型平均水平是较为合理的判断。

根据最新一期券商集合理财产品评级判断, 可以看到中金及光大有较多理财产品荣登排名前面, 说明其在资产管理方面有较为明显的优势。同时排名靠前的 FOF 理财产品可能与其在去年的下降市场中采用了谨慎的策略有很大关系, 表明了对市场的判断有一定前瞻性。

依据我们大类资产及市场的基本判断和资产的风险收益率排名, 我们认为在券商集合理财产品中, 当期推荐以股票型和 FOF 为主。建议风险偏好较低的投资者才关注债券类投资产品。

3.3: 信托及银行理财

3.3.1 信托理财产品

目前, 市场上关于信托产品分为很多类别: 主要包含证券投资信托、权益投资信托、股权投资信托、贷款类信托、债券信托等等。不同信托产品的预期收益率非常接近, 同时其平均的存续期均分布在 2 年至 3 年作用。截止最新一期的信托产品基本资料如下表所示:

表格 8: 各种信托产品基本资产对比 (不包含非归类类型)

类别	数目	本周新增数目	到期数目	预期年收益率	平均存续期
证券投资信托	183	2	1	7.91%	3.34 年

权益投资信托	83	0	1	7.94%	1.981 年
股权投资信托	100	0	0	9.11%	3.162 年
房地产信托	7	0	0	8.32%	2.331 年
贷款类信托	316	0	0	6.94%	2.063 年
黄金投资信托	4	0	0	6%	2.33 年
债券信托	33	0	0	7.60%	2.30 年

资料来源：长江证券研究部 注：本数据来源于 wind，由于该数据目前处于初步统计阶段，尚有很多信托产品由于公布数据缘故导致部分数据缺失，比如成立日期等。因此本表格所统计数目及预期收益率。平均存续期与实际值可能存在一定的差异，投资者需要谨慎对待。

通过对信托及银行理财产品基本资料的判断可以发现黄金及房地产信托产品目前的规模较少；整体上黄金的预期收益率最低，这亦和黄金本身套期保值功能关联在一起。鉴于在目前经济周期稳定性假设判断处于衰退后期的观点，建议谨慎对待黄金类信托产品。

表格 9：本周新增信托产品基本资产（全部信托，含上述非归类类型）

名称	产品全称	起始日期	预计年收益率	存续期（年）
武当 9 号	武当 9 号证券投资信托	20090429	-	-
09 信托 0241	中信远景 2 号信托	20090428	9.09%	2
朱雀 7 期	朱雀 7 期证券投资信托	20090427	-	-
09 信托 0226	中信乾景·汇联产权交易市场投资基金信托 I 期	20090427	15%	2

资料来源：长江证券研究部 wind 资讯

3.3.2 银行理财产品

2009 年 4 月开始的第四周，银行共计发行人民币理财产品 80 只，其中保本的占了一半，这一点同上期差异很大，上期以不保本产品为主。同时本期理财产品的品均委托天数为 207 天，较上周及前几周大幅度降低。平均收益率上限值为 2.36%，平均收益率下限值为 2.11%，较前几周均有显著提高

表格 10：本周银行理财产品基本情况

银行理财产品	产品数目（只）	预期年收益率上限均值	预期年收益率下限均值	平均委托期限（天）
保本超过 100%	17	1.83%	1.81%	222
100%保本	23	1.60%	1.36%	110
不确定保本	40	3.04%	2.70%	259
合计	80	2.36%	2.11%	207

资料来源：长江证券研究部，wind 资讯

表格 11：本周人民币理财产品收益前 10 名

发行人	产品名称	委托 天数	收益率 上限	收益率 下限	保本 比例
重庆银行	2009 年长江黔江新城人民币理财计划	1096	5.50%	5.50%	105
杭州银行	2009 年“幸福理财” 0916 期产品 B	301	2.61%	2.61%	100
渣打银行	2009 年利率挂钩投资账户 MALI0904GR	184	2.60%	0.00%	100
上海浦东发展银行	2009 年“汇理财” 第 4 期人民币 6 个月	183	2.05%	2.05%	102
汉口银行	2009 年九通理财 Z 计划之债券 6 期	57	1.90%	1.90%	101
交通银行	2009 年“得利宝”新绿人民币 90 天产品	90	1.90%	1.90%	100
北京银行	2009 年“本无忧”系列 2009081 号：人	92	1.85%	1.85%	101
上海浦东发展银行	2009 年“汇理财” 第 4 期人民币 3 个月	91	1.80%	1.80%	101
杭州银行	2009 年“幸福理财” 0916 期产品 A	61	1.80%	1.80%	100
交通银行	2009 年“得利宝”新绿人民币 59 天产品	59	1.80%	1.80%	100

资料来源：长江证券研究部，wind 资讯

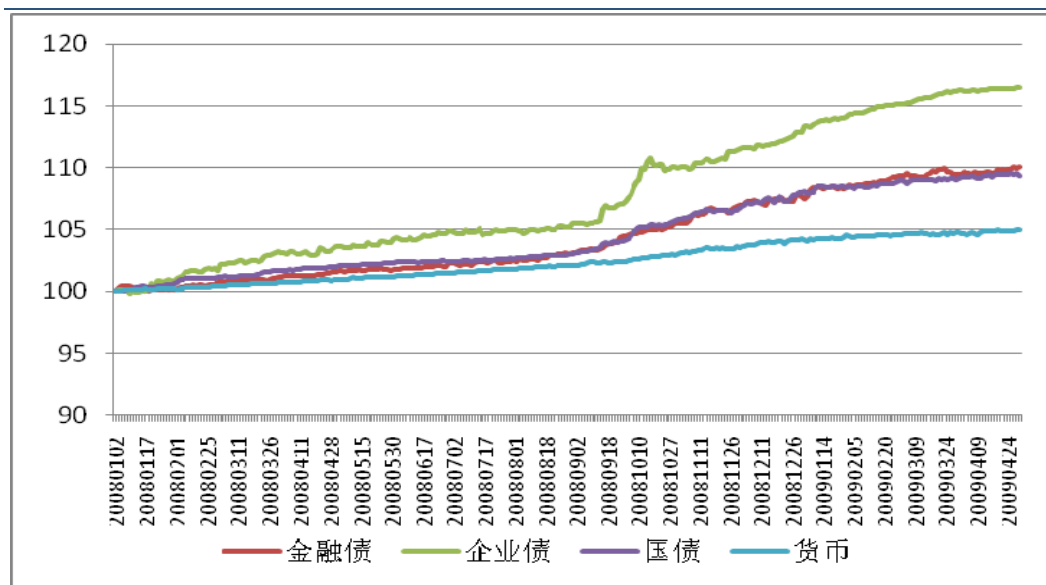
本期理财产品投资标的为信托或债券，少有涉及商品等。同时观察本期理财产品前 10 名以中小银行为主，说明了当期中小银行募集资金的成本更高。上述前 10 名为在保本比例大于 100% 的产品中选择，实际上有部分理财产品收益率高达 6%，但是其保本比例没有确定，不在本理财产品推荐范围之类。

3.4: 债券

3.4.1 债券收益率指数

依据有效交易数目编制的国债、企业债、金融债及货币指数收益率如下表所示，可以看出从 2008 年以来，企业债相对国债及金融债等指数其超额收益较为明显，而货币的收益率最低。同时可见，债券（非货币）的典型特征表现为在某个特别时期，其收益率出现突然的增加。而大多数时候收益率保持稳定。如下图所示：

图表 6：债券收益率指数



资料来源：Wind，长江证券研究部

3.4.2 历史状态下债券收益率情况及投资标的

依据三个宏观经济状态变量得到的商品在历史上的资产收益率情况如下表所示, 可以看出来, 债券在衰退事情会有收益率的突然大幅度增加, 这和减息密切相关。同时在其它阶段, 债券的收益率则保持相对稳定的状态。同上, 我们倾向于认为目前处于衰退后期阶段。

表格 12: 不同状态下债券收益率历史情况

GDP 状态	CPI 状态	货币政策	累计收益	平均收益率	收益率标准差
衰退	紧缩	减息	0.075495	0.000266	0.000762
衰退	紧缩	加息	0.026847	0.000548	0.000864
增长	紧缩	加息	0.012359	0.000184	0.00095
增长	通胀	加息	0.0696857	0.000101	0.000672
衰退	通胀	加息	0.030007	0.000144	0.000423
衰退	通胀	减息	0.040232	0.00018	0.000402

资料来源: 长江证券研究部

根据资产收益率判断的经济周期, 我们认为在这个阶段, 如果判断经济周期处于衰退中后期而言的话, 债券收益率相对于其它收益率已经难于有超额收益。但是债券中的企业债依然是可以值得重点关注和信赖的产品。

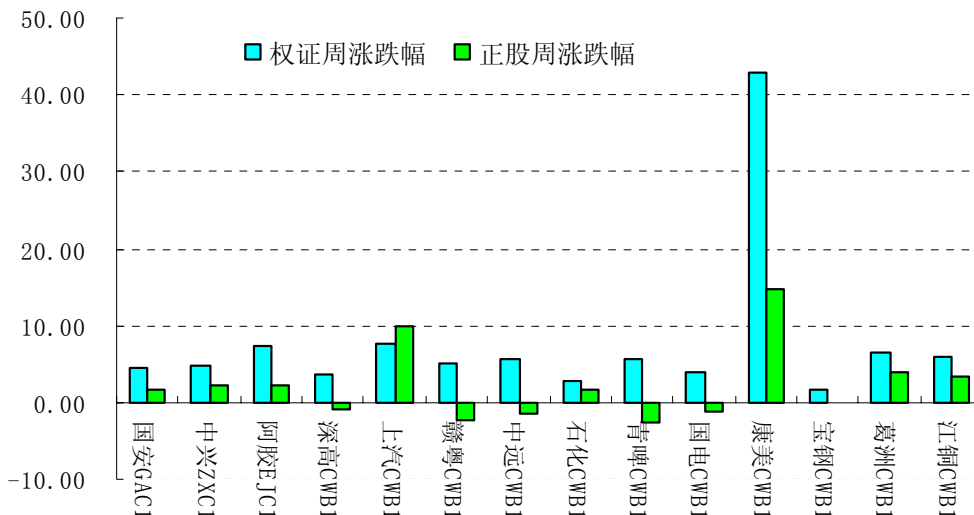
四: 杠杆理财产品投资标的

4.1: 权证

4.1.1 权证市场表现

本周绝大多数权证超过正股涨幅, 表明有较大资金进场, 建议投资者密切关注。权证的新的交易性机会开始来临。

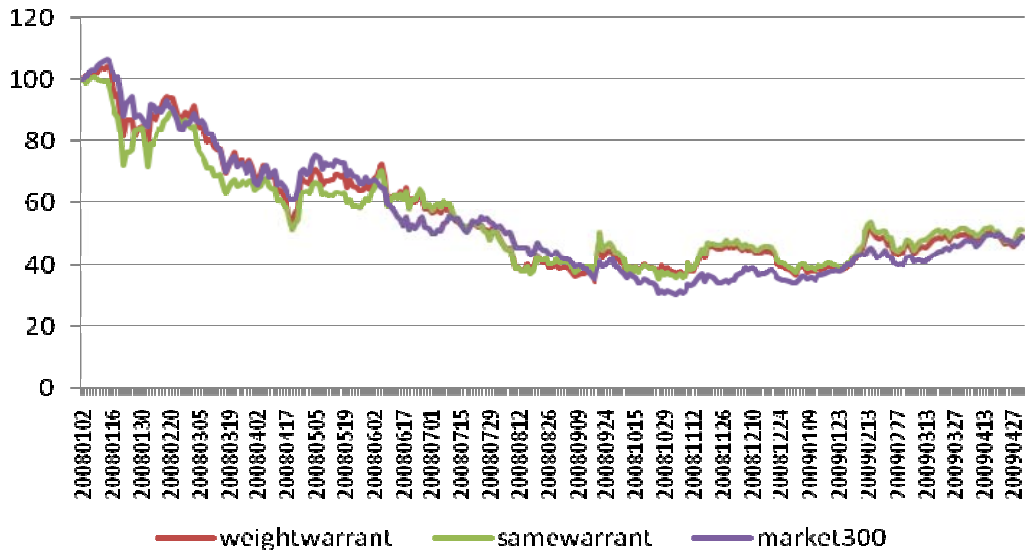
图表 7: 权证一周市场运行情况



资料来源：Wind，长江证券研究部

4.1.2 权证指数及投资标的

图表 8：权证收益率指数



资料来源：Wind，长江证券研究部

权证收益率指数相对于市场基准指数沪深 300 而言，其所有认购权证的加权及等权指数均有一定超额收益（如下图所示），但是也可以看见整体而言，权证指数难于脱离市场独立运行。从这个角度讲，权证依然是对正股及市场的良好反映。

同时当期权证资金进出迹象明显，建议投资者可适当参与。

4.2:商品

4.2.1 商品市场一周运行状况

表格 13：期货商品一周运行情况

代码	品种	收盘价	涨跌	涨跌幅%	持仓量(手)
A0909	黄大豆 1 号	3387	-29	-0.85%	171750
AL0906	铝	12570	-170	-1.33%	91224
AU0906	黄金	198.18	-2.97	-1.48%	25160
C0909	黄玉米	1670	-16	-0.95%	223792
CF907	一号棉花	13000	-70	-0.54%	41650
CU0906	阴极铜	36200	1220	3.49%	187522
FU0906	燃料油	2038	-4	-0.20%	8456
L0907	线型低密度	3359	32	0.96%	149772
M0909	豆粕	9065	-145	-1.57%	90166
P0909	棕榈油	2720	-22	-0.80%	395946
RB0909	螺纹钢	6338	84	1.34%	114828

RO909	菜籽油	3553	52	1.49%	297600
RU0907	天然橡胶	7418	30	0.41%	130586
SR909	白砂糖	14615	750	5.41%	125012
TA905	精对苯二甲	3871	92	2.43%	318234
WR0909	线材	7312	386	5.57%	136906
WS909	优质强筋小	3447	41	1.20%	37072
Y0909	大豆原油	2117	-4	-0.19%	102516
ZN0906	锌	7068	170	2.46%	224342

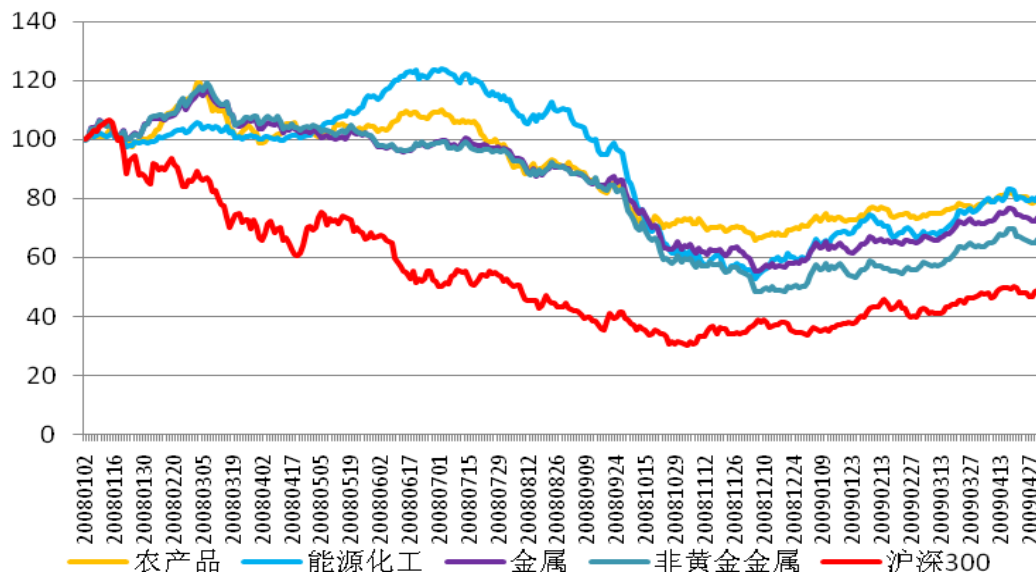
资料来源：长江证券研究部

有上可知，本周黄金及豆粕价格跌幅在所有商品中最大，经济数据的近一步好转对于黄金价格影响相对于其他商品是偏负面的。同时，金属、能源及农产品在本周进一步上涨，中期来看，我们认为这一趋势将继续。

4.2.2 商品指数

商品之间的弱相关性是商品的最重要特征之一，尤其是在有完整的商品指数情况中（包含能源，黄金等金属的情况），可以看见，能源化工、金属及农产品等资产的收益率指数表现出了明显不同的特征。同时今年以来，金属及能源化工经历了较为迅猛的反弹，而农产品则反弹较为低迷：虽然其历史指数亦涨幅有限。

图表 9：商品收益率指数



资料来源：Wind, 长江证券研究部

从商品的表现而言，目前能源、金属都已经开始强劲反弹，而农产品则保持低位徘徊，伴随今年下半年有可能的国际大宗商品价格回升，能源及金属价格有望进一步回升，尤其是金属价格（不含黄金），我们认为从长期来看，资源价格在经济有衰退转向复苏之际，金属将成为该阶段的重要配置资产。

4.2.3 商品的历史收益率情况及投资标的

依据三个宏观经济状态变量得到的商品在历史上的资产收益率情况如下表所示，可以看

出来，商品在衰退时候的收益率最差，而这一阶段和 08 年下半年以来的商品收益特征非常类似。之后，商品指数收益率（全部商品）则开始有大幅度下降转好：

表格 14：商品在不同状态下的历史收益率状况

GDP 状态	CPI 状态	货币政策	累计收益	平均日收益率	收益率标准差
衰退	紧缩	减息	-0.17086	-0.00063	0.008021
衰退	紧缩	加息	-0.03504	-0.00075	0.005374
增长	紧缩	加息	0.256314	0.000395	0.007291
增长	通胀	加息	0.415953	0.0006264	0.007641
衰退	通胀	加息	-0.05749	-0.00028	0.009356
衰退	通胀	减息	0.001954	0.000001	0.006237

资料来源：Wind，长江证券研究部 注：具体时间划分参考邓二勇 <量化资产配置之经济周期篇>

对比目前商品的收益率及其历史表现，我们可能会倾向于得出这三个宏观经济变量构成的状态处于衰退后期的判断（从商品资产收益率的表现特征而言）。

经过前期获利回吐之后，商品将在目前阶段构筑新的长期上升平台。我们维持对商品资产的长期看好观点。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学，数量经济学硕士，从事金融工程研究，主要方向为数量化大类资产配置、上市公司研究以及统计套利策略研究等。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。