

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所
马燕 0571-87839259
mayan@nawaa.com
投资咨询资格证号
Z0012651

戴朝盛 0571-87839255
daichaosheng@nawaa.com
投资咨询资格证号
Z0014822

南华宏观周报 2021 年 9 月 12 日

关于宏观如何影响大类资产的若干粗略思考

核心观点：

1）宏观作用于大类资产的途径主要体现在两个方面：第一，由经济增长、物价变化、就业情况以及财政、货币政策共同影响的经济表现（或者经济预期）；第二则是由货币政策单独引领的利率和市场流动性。

2）本文刻画了宏观具体如何影响股市、债市以及商品价格，并以商品为例，详细分析了历年货币流动性和经济表现与商品价格的相关性。事实表明，对于商品来说，流动性渠道在当期表现更加明显。经济表现渠道不是没有作用，由于经济表现对需求的提振存在提前反应等原因，待预期真正落地时，资产价格可能反倒不明显。

风险提示：逻辑不够严谨 作用渠道发生变化

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

第 1 章 宏观如何作用于大类资产？ 3
1.1. 影响路径思考 3
1.2. 不同大类资产影响渠道分析 4
1.3. 宏观影响商品价格的两种渠道比较 5
免责申明 9

第1章　宏观如何作用于大类资产？

1.1. 影响路径思考

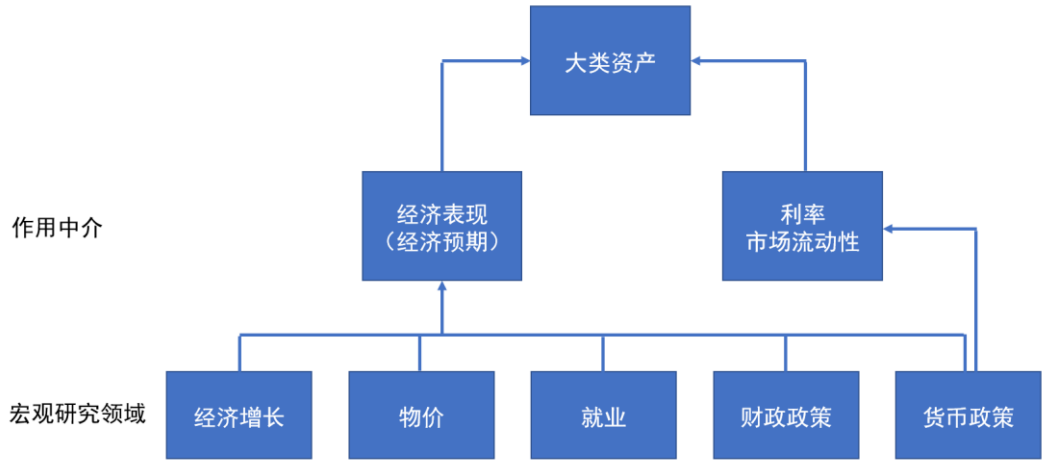
何为宏观？宏观研究的主要对象是什么？与货币政策目标相对应，宏观主要研究的是经济增长、物价变化、就业情况以及作用于宏观经济的货币政策和财政政策走向。简化来看，物价变化以及就业情况都可以归档在经济表现这一类，温和的通胀将对经济形成促进作用，恶性通货膨胀则严重危害经济，就业增长通常是经济走向繁荣的表现，而失业率高企则是经济萧条的特征之一。

货币政策和财政政策通常带有逆周期特性，即在经济下行阶段，货币松，财政积极，经济繁荣甚至过热阶段，货币紧，财政相对消极。7 月 30 日中共中央政治局会议再次强调要做好宏观政策跨周期调节。跨周期调节并不是否定逆周期调节，而是对逆周期调节的拓展、完善和升级，把政策评估期从短期扩展到中长期，不仅考虑当下，还要着眼未来，因此跨周期调节仍然带有逆周期属性。

但货币政策与财政政策在对资产影响的渠道上有很大不同。财政政策是政府通过变动税收和支出以便影响总需求进而影响就业和国民收入的政策，最终对大类资产的影响还是通过经济表现或者预期表现来反映。货币政策不仅能够影响总需求，从而影响经济表现，同时还可以直接调节利率和市场流动性，在经济（或者经济预期）明显表现悲观的情况下，也可以对大类资产产生直观影响。

综上所述，宏观作用于大类资产的途径主要体现在两个方面：第一，由经济增长、物价变化、就业情况以及财政、货币政策共同影响的经济表现（或者经济预期）；第二则是由货币政策单独引领的利率和市场流动性。

图 1.1.1：宏观作用于大类资产的途径



资料来源：南华研究

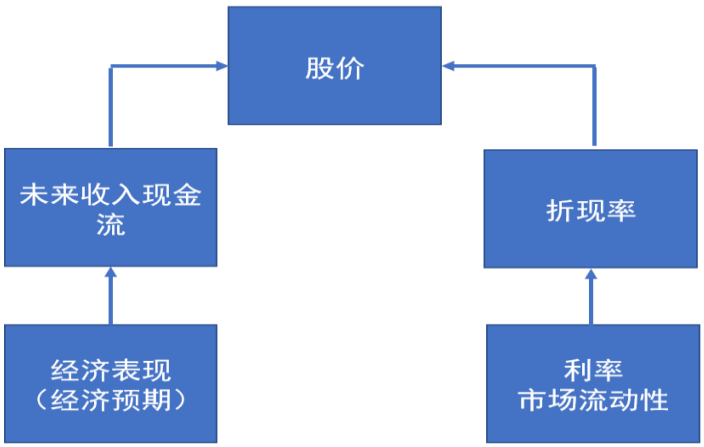
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1.2. 不同大类资产影响渠道分析

1）股市

根据现值理论，当前股价应该等于未来各期的收入现金流按一定的贴现率折合成的现值之和。未来经济走向将直接决定收入现金流，而货币政策直接影响的利率、市场流动性将对折现率产生重要作用。

图 1.2.1：股市影响渠道分析

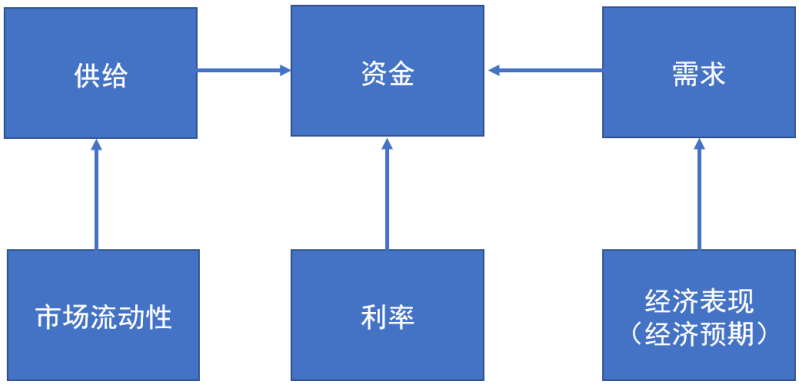


资料来源：南华研究

2）债市

债券可以看作是一个资金交易的市场。资金的供给量跟央行的行为有关，央行货币政策也可以直接调节资金价格，即利率。另外，经济表现（经济预期）则决定了资金的需求。通常经济趋向繁荣时，投资收益率高，人们愿意付出更高的价格进行融资，当经济走向衰退时，投资收益率降低，资金价格也随之回落。

图 1.2.2：资金价格影响渠道分析



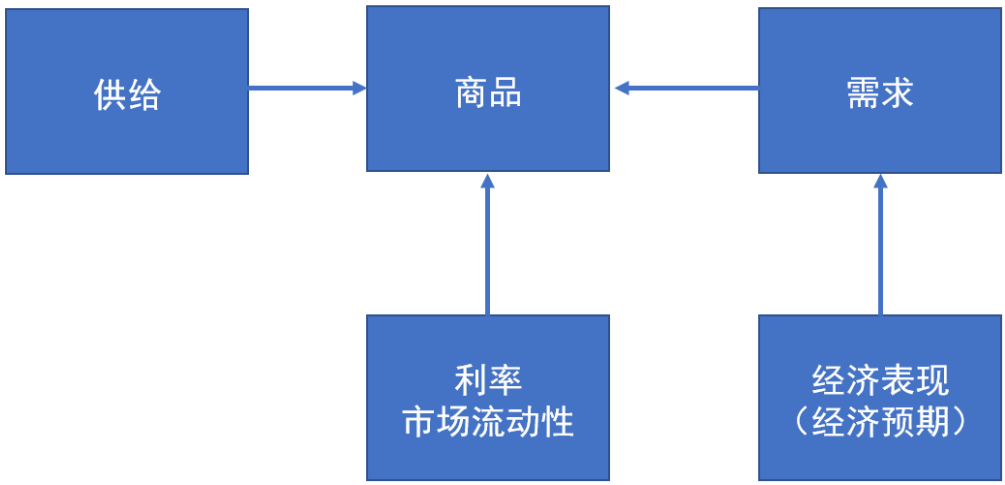
资料来源：南华研究

3）商品

宏观主要通过作用于需求以及商品本身的抗通胀属性来影响商品价格。经济繁荣，需要生产更多的实物商品满足消费需求，商品价格水涨船高，而经济衰退，消费需求弱化，商品价格回落。商品资源是有限的，当货币供应量大幅增加，即货币流动性大幅提高时，商品的抗通胀属性会发生作用。

一般来说，商品的供给是外生的，与资源禀赋有关。但由于期货市场的商品均需通过一定加工才能进行交易，因此商品的供给也就有了明显的波动弹性。产业政策一定程度可以影响商品供应，如供给侧改革或现在的稳价保供政策，但这属于结构性的，我们这里暂不做细致讨论。

图 1.2.3：资金价格影响渠道分析



资料来源：南华研究

1.3. 宏观影响商品价格的两种渠道比较

这里我们重点分析宏观对于商品的影响。如上所述，作用渠道集中在两方面，一个是经济表现（经济预期），另一个则是货币政策带来的市场流动性。

1）流动性渠道

商品是不分国别的，国际大宗商品普遍以美元标价，通常美元流动性过度充裕时，美指会走弱，而美元流动性紧张时，美指会走高。因此我们以美元指数来衡量美元流动性对商品价格的影响。

通过比较美元指数与南华商品指数和 CRB 商品指数的年度相关性可以发现，2008 年至 2012 年以及 2020 年相关性比较高。这几年有一个共性，就是美联储实行了 QE 政策。大量美元流动性进入金融市场，推升了包括商品在内的资产价格，表明流动性渠道效应非常明显。

图 1.3.1：美元指数与南华商品指数历年相关性

	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能化指数	南华贵金属指数
2008 年	-0.91	-0.90	-0.87	-0.91	-0.80	

2009 年	-0.87	-0.88	-0.77	-0.90	-0.84	
2010 年	-0.73	-0.78	-0.58	-0.74	-0.75	
2011 年	-0.36	-0.33	-0.36	-0.35	-0.22	
2012 年	-0.76	-0.77	-0.27	-0.61	-0.84	
2013 年	-0.34	-0.32	-0.42	-0.29	-0.41	-0.11
2014 年	-0.34	-0.32	-0.42	-0.29	-0.41	-0.11
2015 年	-0.51	-0.51	-0.42	-0.59	-0.46	-0.60
2016 年	0.53	0.58	0.36	0.56	0.60	-0.10
2017 年	-0.36	-0.42	0.60	-0.66	-0.10	0.76
2018 年	0.09	0.45	-0.65	0.12	0.17	-0.72
2019 年	0.52	0.43	-0.25	0.62	-0.29	0.61
2020 年	-0.83	-0.80	-0.86	-0.95	-0.14	-0.78
2021 年	0.30	0.41	0.04	0.25	0.50	-0.84

数据来源：Wind　南华研究

图 1.3.2：美元指数与 CRB 商品指数历年相关性

	CRB 现货指数:综合	CRB 现货指数:食品	CRB 现货指数:油脂	CRB 现货指数:家畜	CRB 现货指数:金属	CRB 现货指数:工业原料	CRB 现货指数:纺织品
2008 年	-0.92	-0.85	-0.84	-0.76	-0.87	-0.91	-0.90
2009 年	-0.91	-0.73	-0.77	-0.81	-0.90	-0.91	-0.83
2010 年	-0.71	-0.63	-0.78	-0.44	-0.85	-0.75	-0.88
2011 年	-0.65	-0.82	-0.78	-0.73	-0.53	-0.51	-0.29
2012 年	-0.64	0.20	0.06	0.29	-0.83	-0.77	-0.69
2013 年	0.16	0.21	0.41	0.18	-0.60	0.01	0.48
2014 年	-0.74	-0.50	-0.42	-0.35	-0.84	-0.93	-0.84
2015 年	-0.63	-0.28	-0.09	-0.62	-0.62	-0.59	0.50
2016 年	-0.02	-0.63	-0.02	-0.60	0.32	0.35	0.81
2017 年	-0.19	-0.10	-0.66	0.21	-0.74	-0.18	0.21
2018 年	-0.73	-0.46	-0.03	-0.56	-0.80	-0.82	-0.71
2019 年	-0.62	-0.29	-0.06	-0.23	-0.62	-0.62	-0.66
2020 年	-0.71	-0.63	-0.78	-0.44	-0.85	-0.75	-0.88
2021 年	0.45	0.39	0.48	0.52	0.42	0.52	0.50

数据来源：Wind　南华研究

表 1.3.1：次贷危机以来美联储三轮 QE 操作

名称	时间区间	资产购买规模及节奏
QE1	2008/11/25	1、将购买不超过 1000 亿美元的联邦机构债，下周开始执行
		2、将购买不超过 5000 亿美元的 MBS，年内开始执行
	2009/3/18	1、将在年内额外购买不超过 7500 亿美元的联邦机构债，两次合计 12500 亿美元
		2、将在年内额外购买不超过 1000 亿美元的 MBS，两次合计 1000 亿美元
		3、将在未来 6 个月购买不超过 3000 亿美元的长期国债

QE2	2010/11/3	1、将购买不超过 6000 亿美元的长期国债，按照 750 亿美元/月的步伐，预计 2011 年二季度结束
OT	2011/9/21	1、将购买 6000 亿美元剩余期限介于 6-30 年的长期国债，同时卖出灯亮的剩余期限不足 3 年的国债，于 2012 年 6 月底完成
	2012/6/20	1、延续扭曲操作至 2012 年底
QE3	2012/9/13	1、将购买 400 亿美元/月的 MBS
	2012/12/12	1、今年底扭曲操作结束后，明年开始购买 450 亿美元/月的长期国债
	2013/1/1	1、MBS（400 亿美元/月）+长期国债（450 亿美元/月），明年 1 月后逐步 Taper

资料来源：根据公开资料整理 南华研究

2）经济表现（经济预期）渠道

我们用全球制造业 PMI 来衡量全球经济表现，可以发现无论是南华商品指数还是 CRB 指数，PMI 与其相关性明显弱于流动性渠道。特别是南华商品指数，最高相关系数只有 0.56[1]。原因可能是在于全球制造业 PMI 是经济实际表现的指标，一般商品价格在经济预期向好的时候就有提前反应，PMI 指标未能捕捉预期变化。

图 1.3.3：全球制造业 PMI 与南华商品指数环比增速历年相关性

	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能化指数	南华贵金属指数
2010 年	-0.50	-0.37	-0.65	-0.27	-0.45	
2011 年	0.43	0.36	0.56	0.29	0.36	
2012 年	0.15	0.06	0.12	0.13	0.06	
2013 年	0.34	0.21	0.23	0.04	0.07	0.19
2014 年	-0.31	-0.39	0.01	-0.03	-0.46	0.38
2015 年	0.26	0.25	0.50	0.07	0.35	0.15
2016 年	0.41	0.50	-0.04	0.43	0.51	-0.47
2017 年	0.14	0.14	0.07	0.09	0.20	-0.12
2018 年	0.16	0.16	0.35	0.10	0.13	-0.20
2019 年	0.41	0.42	0.11	0.35	0.50	-0.55
2020 年	0.26	0.31	0.36	0.26	0.41	-0.24

数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.4：全球制造业 PMI 与 CRB 商品指数环比增速历年相关性

	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能化指数	南华贵金属指数
2010 年	-0.50	-0.37	-0.65	-0.27	-0.45	
2011 年	0.43	0.36	0.56	0.29	0.36	

[1] 全球制造业 PMI 与 CRB 指数的相关性在 2011 年和 2020 年相对较高，我们考虑是南华商品指数与 CRB 指数组成结构不太一样。南华商品指数以工业品为主，而 CRB 指数包含 24%的软商品，工业品占比较小。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2012 年	0. 15	0. 06	0. 12	0. 13	0. 06	
2013 年	0. 34	0. 21	0. 23	0. 04	0. 07	0. 19
2014 年	-0. 31	-0. 39	0. 01	-0. 03	-0. 46	0. 38
2015 年	0. 26	0. 25	0. 50	0. 07	0. 35	0. 15
2016 年	0. 41	0. 50	-0. 04	0. 43	0. 51	-0. 47
2017 年	0. 14	0. 14	0. 07	0. 09	0. 20	-0. 12
2018 年	0. 16	0. 16	0. 35	0. 10	0. 13	-0. 20
2019 年	0. 41	0. 42	0. 11	0. 35	0. 50	-0. 55
2020 年	0. 26	0. 31	0. 36	0. 26	0. 41	-0. 24

数据来源：Wind　南华研究

综合来看，对于商品来说，流动性渠道在当期表现更加明显。经济表现渠道不是没有作用，由于经济表现对需求的提振存在提前反应等原因，待预期真正落地时，资产价格可能反倒不明显。

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　　股票代码：603093

南华期货营业网点