

经济预期改善风险资产回升，调整还是反转？

摘要

近期全球资本市场资产价格出现明显变化。利率水平结束过去几个月持续下降状况而在上周大幅上扬，美国10年期国债利率单周上升35bps至1.9%。债市下跌的同时，各国股市普遍出现上扬。呈现出避险资产价格下跌而风险资产价格上涨的状况。这种态势背后一方面是中美贸易冲突缓和，提升了全球风险偏好；但更为重要的是，之前全球经济悲观预期得到修正，花旗经济意外指数显示主要经济体预期状况都有所改善。而关键在于这种预期改善仅仅是悲观预期修复，还是可持续的回升。从全球经济走势上来看，我们倾向于认为全球经济依然处于下行通道中，下行压力主要来自中国主导的全球工业品价格下滑，以及相应的全球贸易、投资等回落。而短期的经济预期改善则主要来自前期利率下行对利率敏感部门的支撑，随着利率回调，这种经济预期改善则难以持续。因而目前风险资产价格上涨，避险资产下跌仅仅是悲观预期修复的结果，而非趋势性的变化。

对国内来说，近期通胀、金融数据超预期导致资本市场呈现股强债弱的格局。但股市目前估值水平已经超过4月份股指高点水平，考虑到经济依然偏弱，因而基本面不支持股指继续大幅上升。而供给收缩带来的通胀对利率冲击有限，信贷社融虽然超预期，但并不强劲，后续地方债放缓、房地产融资管控体现等都将导致信贷社融回落。因而银行将继续将资金向债券市场配置，在流动性持续宽裕格局下，利率债向好的格局并未改变。短期冲击导致利率债调整，则是提供了更好的加仓机会。

风险提示：资本市场波动超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

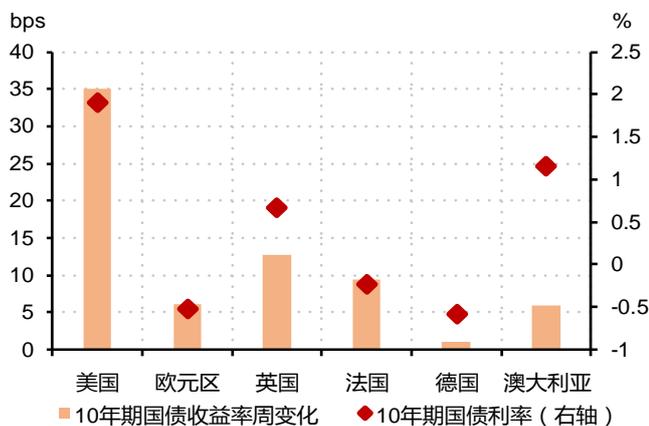
相关研究

1. 信贷社融略超预期但不改融资收缩趋势 (2019-09-12)
2. 猪周期推升通胀，但无需过度担忧 (2019-09-10)
3. 贸易战影响渐显叠加全球经济走弱，外需继续走弱 (2019-09-08)
4. 降准后资金将继续在金融市场淤积 (2019-09-08)
5. 供需双缩，经济放缓压力上升 (2019-09-01)
6. 8月CPI同比能否到“3”——基于商务部和农业部数据的不同预测结果 (2019-08-30)
7. 政策继续囿于结构，信用收缩经济逐步放缓——月度经济预测 (2019-08-30)
8. 猪又飞了，这次影响如何？ (2019-08-28)
9. 短期扰动消退后企业盈利将保持弱势 (2019-08-27)
10. 猪肉价格大幅上行，中美贸易冲突再度加剧 (2019-08-25)

1 近期全球资产价格走势逆转，经济悲观预期改善

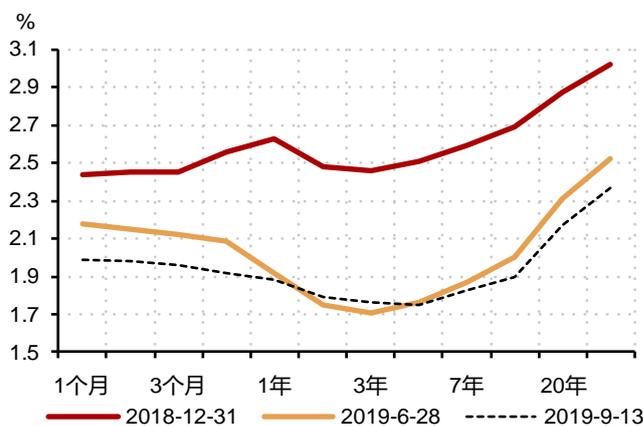
近期全球资产价格走势逆转，利率水平上升明显。本周全球资产价格走势明显逆转。前期随着经济悲观预期上升，全球利率水平不断下行。而本周欧央行降息并重启 QE，宽松货币政策力度进一步加大，但未改变全球利率上升的趋势。美国 10 年期国债利率从 9 月 6 日的 1.55% 大幅上升至 9 月 13 日的 1.90%，一周之内上升 35bps，单周利率出现剧烈抬升。当前的美国国债利率曲线显示，如果美联储在下周再度降息，美国国债利率曲线将结束倒挂状况，进入持平阶段。而即使货币宽松政策加码的欧洲，利率同样攀升。欧央行本周宣布从 11 月 1 日期重启 QE，每月购买 200 亿欧元债券，并调降存款利率 10bps 至 -0.5%。但欧元区国债 10 年期国债收益率却从 8 月 28 日的 -0.68% 上升至 9 月 6 日的 -0.59%，9 月 11 日进一步上恒指 -0.52%。日本等其它国家利率水平也大多有所上升。除国债之外，作为避险资产另一代表的黄金价格也从 9 月 4 日 1557.1 美元/盎司的高点下降至 9 月 13 日的 1488.6 美元/盎司。

图 1：全球利率水平明显上升



数据来源：Wind，西南证券整理

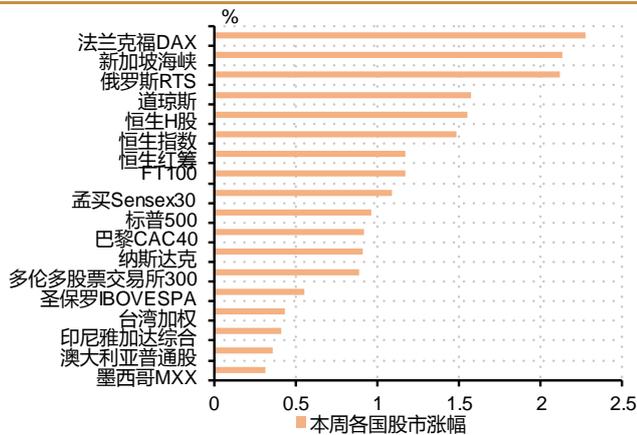
图 2：如果 9 月美联储再度降息，美国利率曲线可能结束倒挂



数据来源：Wind，西南证券整理

与避险资产价格回落相对应的是，全球风险资产价格上升。全球股市普遍上扬，其中美国三大股指道琼斯、标普 500 以及纳斯达克上周分别累计上涨 1.58%、0.96% 和 0.91%。欧洲和日本股市同样有所上涨，其中法兰克福 DAX 指数和日经 225 指数分别累计上涨 2.27% 和 3.72%。除股市之外，新兴市场国家货币同样有所升值，澳元、韩元、新台币等货币相对于美元均有所升值。人民币汇率同样有所升值，离岸人民币兑美元汇率已经从 9 月 6 日的 7.11 升至 9 月 13 日的 7.04 左右。大宗商品中铜铝铅锌等基础金属价格均有所上升。衡量风险状况的标普 500 波动率指数 (VIX) 从 9 月 6 日的 15.0 下降至 9 月 13 日的 13.74。全球资产价格呈现出风险资产价格上升，避险价格回落的态势。

图 3：本周全球股市普遍上扬



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：人民币汇率同样有所升值



数据来源：Wind，西南证券整理

全球风险资产上涨，避险资产回落背后是市场风险的下降和经济预期的改善。首先，中美贸易冲突缓和提升了市场风险偏好。本周美方宣布推迟拟于 10 月 1 日实施的中国对美国出口商品加征关税，而中方也公布了第一批对美加征关税商品的第一次排除清单。而中国发改委、商务部表示中方支持相关企业从即日起按照市场化原则和 WTO 规则，自美采购一定数量大豆、猪肉等农产品，并对新的美国农产品采购实施加征关税排除。在第十三轮中美经贸高级别磋商临近之际，中美贸易冲突改变过去一段时间不断加剧的状况，而再度缓和，出现良性互动。这对提升全球资本市场风险偏好有助推作用。

而更为重要的是，我们认为是对全球经济的预期改善。之前市场反应了过度悲观的宏观预期，超过了全球经济恶化的程度。事实上，全球经济较预期的偏离从 7 月就开始改善。花旗十国集团经济意外指数和花旗新兴市场经济意外指数分别从 7 月底 8 月初的 -30 左右回升至目前的 0 左右。而作为全球经济最大引擎的中美两国，花旗经济意外指数更是从 7 月上旬的 -60 左右回升至目前的 0 左右。从经验数据上看，花旗经济意外指数与美国股债等资产走势均有较高相关性。显示经济表现好于预期成为驱动近期全球资产价格调整的主要基本面变量。

图 5：中美花旗经济意外指数



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：美国花旗经济意外指数与美国国债利率



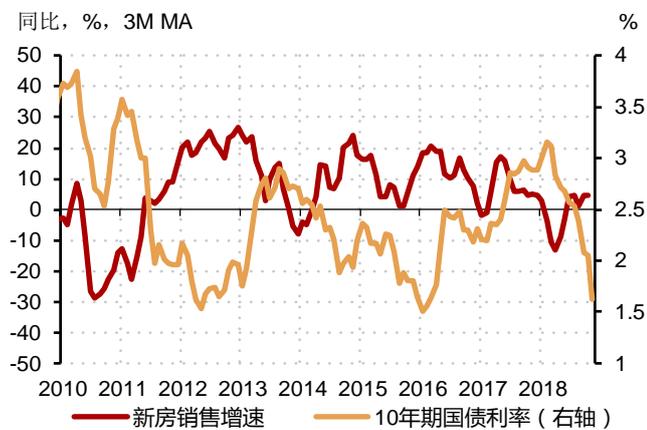
数据来源：Wind，西南证券整理

2 是悲观预期修正还是向上趋势开启？

近期全球经济预期改善以及中美贸易冲突缓和，带来了全球风险资产价格上涨和避险资产价格下跌。中美存在广泛的共同利益，但也有深层次的分歧，这决定中美贸易冲突短期难以大幅加剧，但也难以达成实质性缓和，因而中美最大的可能是在不断的冲突和缓和中寻求解决办法，因而从趋势上看，中美贸易冲突无论是加剧还是缓和，可能都是暂时的，对市场难以产生持续影响。而经济基本面的走势则更为重要。那么自然的问题是，全球经济预期改善仅仅是悲观预期的修正，还是经济结束下行，进入企稳阶段。如果是前者，那意味着市场在悲观预期修复后会继续由经济下行趋势主导，因而目前避险资产回落风险资产上涨仅仅是短期调整，但如果是后者，经济结束下行趋势，那么意味着风险资产上涨则是趋势的开启。

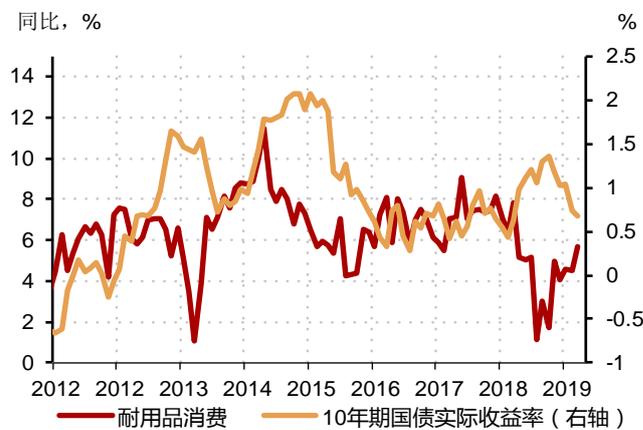
我们认为目前的调整是悲观预期修正，而非经济企稳周期开始。事实上，此前市场对全球经济给予了过于悲观的预期，特别是美国经济。美国2季度GDP环比折年率为2.0%，虽然增速较1季度3.1%的水平有所下滑，但离衰退尚有一定距离。这个经济增速不应对应利率曲线深度倒挂的状况。而更为重要的是，利率水平下行本身就具有一定的稳定经济作用。随着利率水平下行，经济中对利率敏感的部门将获得支撑，这些部门增速提升能够一定程度上减缓经济下行速度，推动经济平稳。随着利率的下行，美国房地产和耐用品消费均增速均有所回升，新屋销售增速已经从年初负增长状况回升至7月份5%左右的增速，而耐用品消费增速同样从年初3%左右的同比增速回升至7月的5.7%。利率下行对经济的稳定作用会产生这样的效果，即利率快速下行之经济下行压力往往会减轻，经济可能出现超预期的表现，进而导致资本市场出现调整。

图7：利率下行将对房地产市场产生推动作用



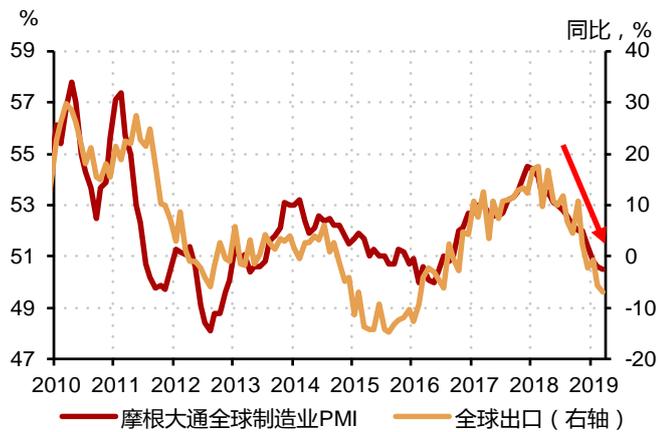
数据来源：Wind，西南证券整理

图8：利率下行将支撑耐用消费品增长



数据来源：Wind，西南证券整理

但目前全球经济依然总体处于下行周期中，短期悲观预期修复并不意味着经济将持续企稳。总体上，全球依然处于下行周期中。虽然利率快速下行对经济有稳定作用，但近期利率再度调升，意味着利率上升对经济的抑制作用将再度体现。同时，如果经济确实企稳，那么货币政策宽松速度放缓，也意味着利率将企稳甚至上升，那么同样会对经济产生抑制。因而在缺乏基本面改善情况下，全球经济周期性下行趋势目前还难言改变。其中向下的压力将主要体现在全球工业品价格下挫以及相应的投资、贸易增速下降方面（图9、图10），特别是中国需求较供给更快速度的下行，这将加大工业品价格产生下跌压力。当前风险资产回升，无风险资产下跌仅仅是悲观预期修复后的调整，而非经济企稳，风险资产向上趋势的开启。

图 9：全球制造业景气度下降伴随贸易增速放缓


数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：全球工业品价格下跌带动美国投资增速走弱


数据来源：Wind，西南证券整理

3 对国内资本市场的影响

近期公布的 8 月国内通胀数据与金融数据均高于市场预期，引起通胀上升担忧，以及对经济悲观预期缓解担忧。这对资本市场也产生了明显影响。通胀预期上升以及社融超预期对债市产生了明显影响，10 年期国债利率本周累计上升 7.0bps 至 3.09%，债市出现明显调整。而股市在延续上升趋势，上证综指本周累计上涨 1.0% 至 3031 点。那么，后续是否会延续股强债弱的格局呢？

首先，我们认为股市已经基本上反应了经济基本面相对企稳的预期。如果没有其他资金面的配合，市场继续上升空间有限。我们延续此前报告¹的分析框架，可以看到，当前股市估值已经处于较高水平。万得全 A（除金融、石油石化）滚动市盈率（TTM）到 9 月 12 日已经上升至 27.94 的水平，这已经高出了今年 4 月份 27.32 的高点。目前市场估值水平已经对应着未来半年经济增速 7.7%，工业企业盈利增速 4.5% 的预测，这意味着经济将企稳，企业盈利将小幅回升。从目前的经济状况来看，尚难以确认经济将企稳回升。因而，基本面不支持市场继续回升。而即使从股债再平衡的角度来看，近期债券利率上行也对股市估值带来压力，因而如果没有其他资金面配合，市场继续上升空间有限。

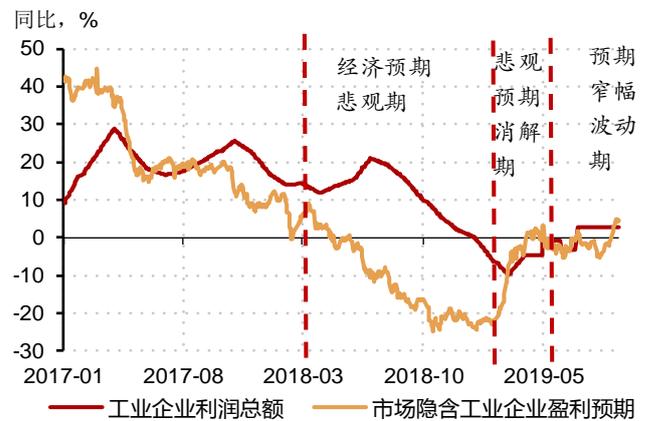
¹ 《从宏观面寻找资本市场锚》2019 年 4 月 29 日

图 11: 股市估值水平已经超出 4 月估值年度高点时水平



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 12: 偏弱的基本面不支持市场估值继续提升



数据来源: Wind, 西南证券整理

对债市来说, 近期通胀与金融数据超预期导致债市出现调整。对于通胀, 我们在之前的报告中对通胀走势和对债市可能的影响有过分析。从趋势上看, 猪肉价格在未来一段时期将继续上涨, 推升通胀压力, CPI 年内破 3% 也将是大概率事件。但无需对此过度担忧。本轮猪肉价格上涨推动的通胀事实是供给收缩所致, 面对这种供给收缩带来的通胀, 货币政策无需也不大会去作反应, 因为货币政策功能为调整需求。在经济下行压力之下, 我们认为, 货币政策将更多的以经济目标为主, 因而继续保持宽松。货币政策基调不变, 通胀上升对利率影响就有限, 经验数据显示, 猪肉价格上涨并不一定对应着债券利率下跌, 15 年 3 季度猪肉价格上涨事实上对应利率下行。因而本轮通胀回升不会改变债券利率总体下行格局。

而 8 月信贷社融数据虽然超预期, 但难言强劲, 与去年水平基本持平, 但低于前年水平。8 月信贷社融超预期这并不意味着实体融资收缩压力已经消失。一方面, 随着对房地产等行业融资管控的持续, 表外融资、房地产相关贷款以及债券融资均会出现相应收缩, 增加信贷社融放缓压力。另一方面, 随着地方债发行节奏下降, 地方债融资量将较去年大幅收缩。这将共同推动信贷和社融增速下滑。而货币政策向实体经济传导渠道依然并不顺畅, 实体融资收缩压力依然存在。因而资金会继续堆积在银行间市场或流向债券市场, 流动性堰塞湖环境下银行配置力量将继续驱动债券利率下行。

图 13: 供给收缩带动的猪价上涨不一定会推升利率



图 14: 信贷社融放缓压力依然存在



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10141

