

❖ 外围市场：拐点逐步获得确认

全球流动性拐点逐步确立, 同时增长仍乏善可陈。大类资产价格表明市场核心驱动因素由增长下行向流动性转宽切换, 对流动性溢价的追求成为主导资产配置的核心, 同时二季度流动性可能的干扰也将左右资产价格的波动。全球景气回落将对国内出口形成持续性压力, 同时随着外围货币政策转向, 国内调控空间进一步打开。

❖ 内部需求：仍待修复

库存周期尚未走完的背景下, 国内需求整体上仍有待进一步修复。土地市场冷却带给地产投资的压力将进一步加大, 地产销售的拐点则还有待进一步予以确认。同时随着基建逐步开工, 二季度或成为 19 年基建投资的一个高峰。内生动能上, 制造业投资大概率继续受到企业盈利压制而延续向下趋势, 而消费也尚缺乏大幅提速的有力支撑。

❖ 流动性：宽信用过程继续演进

外围环境和内部需求均未指向经济修复, 但流动性指标预期性更强。结合目前的流动性指标和货币环境, 虽然宽信用过程仍在演进, 但最坏的时间或已过去, 实体经济融资渠道有望初步打通, 部分预见性指标有望止跌回升, 社融表外部分或将在二季度完成出清, 二季度货币环境维持宽松。

❖ 价格：注意扰动

价格因素或将成为对二季度流动性主线的最大干扰因素。宏观逻辑与微观推演在通货膨胀问题上发生矛盾。宏观上, 去库存周期下相对疲弱的总需求和仍然偏低的 M1 增速均难以支持物价的系统性上涨, 但微观上, 猪瘟导致生猪存栏加速, 或引发猪价大幅上涨。再考虑到库存的结构性压力, 二季度乃至全年最可能出现的情况是结构性的通胀, 即类似于 2015-2016 年前后, 整体 CPI 水平则继续维持在 3% 警戒线以下, 猪价带给通胀的情绪作用大于实际意义。

❖ 结论：增长已过, 宽松未满足

总而言之, 全球景气高点已经过去, 增长下行因素让位于流动性转宽成为市场最核心驱动力量。国内需求也仍然偏疲弱, 宽信用过程或将在二季度出现更为明朗的进展。物价因素和债务集中到期均有可能对市场主线形成扰动, 从而导致市场对流动性溢价的追求出现阶段性回落, 但其造成的情绪影响大于实际意义。

❖ **风险提示：**外部市场发生黑天鹅事件造成剧烈波动；主要工业原料价格超预期调整；下游需求低于预期。

📌 证券研究报告

所属部门 | 宏观策略部

报告类别 | 特色主题

报告时间 | 2019/4/1

👤 分析师

邓利军

证书编号: S1100517110001

021-68595193

denglj@cczq.com

👤 联系人

邵兴宇

证书编号: S1100117070008

010-66495651

shaoxingyu@cczq.com

梁燕子

证书编号: S1100117090002

021-68595121

liangyanzi@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼,
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼, 200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层, 518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼, 610041

正文目录

一、外围市场：拐点逐步获得确认	5
1.1 大类资产价格：驱动因素由增长转向流动性	5
1.2 外围宏观环境：开启下半场	6
二、内部需求：仍待修复	8
2.1 库存周期的故事尚未讲完	8
2.2 地产面临压力，基建逐步发力	9
2.3 内生动能转型还未修复	10
三、流动性：宽信用过程继续演进	11
3.1 宽信用传导仍在路上，实体融资需求有望小幅改善	11
3.2 宽货币仍是主轴，社融出清有望在二季度末结束	12
3.3 防范债务风险	13
四、价格：注意扰动	14
4.1 微观因素可能导致价格出现波动	14
4.2 宏观环境难以支持通胀系统性上涨	15
风险提示	18

图表目录

图 1:	大类资产表现普遍好于 2018 年	5
图 2:	波动率水平较去年同期下行	5
图 3:	资产价格主导因素切换	6
图 4:	美元升值放缓有利于新兴市场	6
图 5:	低增长下成长享受更多溢价	6
图 6:	美国劳动力市场接近极限	7
图 7:	近几轮经济周期中国均领先于欧美	7
图 8:	美国非金融企业部门杠杆率已超出 08 年水平	7
图 9:	但居民部门负债水平尚较为稳定	7
图 10:	景气回落下出口仍将承压	8
图 11:	新兴市场出口同步走弱	8
图 12:	美欧景气缺口弥合	8
图 13:	国内货币政策空间进一步打开	8
图 14:	去库存周期尚未走完	9
图 15:	原材料库存	9
图 16:	土地市场大概率继续下落	9
图 17:	房地产开发市场主要指标均下行	9
图 18:	地产销售已经转负	10
图 19:	按揭贷款利率连续下行	10
图 20:	地方政府债和专项债发行加速	10
图 21:	基建投资增速反弹	10
图 22:	工业用地成交下行	11
图 23:	企业盈利因素压制制造业投资	11
图 24:	居民可支配收入下行	11
图 25:	地产后周期消费品承压	11
图 26:	银行总资产增速回升	12
图 27:	超储率维持低位	12
图 28:	预期 M1 增速二季度小幅上升	12
图 29:	实体经济融资有望小幅回暖	12
图 30:	利率中枢预计仍维持低位	13
图 31:	近 10 年二季度利率中枢下滑年份居多	13
图 32:	委托贷款预计二季度末出清完成	13
图 33:	一般加权贷款收益率有望持续走低	13
图 34:	信用利差下行空间有限	14
图 35:	地方政府债务到期二季度开始上升	14
图 36:	存栏加速去化或导致猪价剧烈上行	15
图 37:	外购仔猪毛利已经反弹	15
图 38:	国内货币条件并不支持通胀系统性上行	15
图 39:	库销比情况并不乐观	15
图 40:	全球景气回落抑制油价过快上行	16
图 41:	加息后半段油价上行往往放缓	16
图 42:	部分行业库存较高	16

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

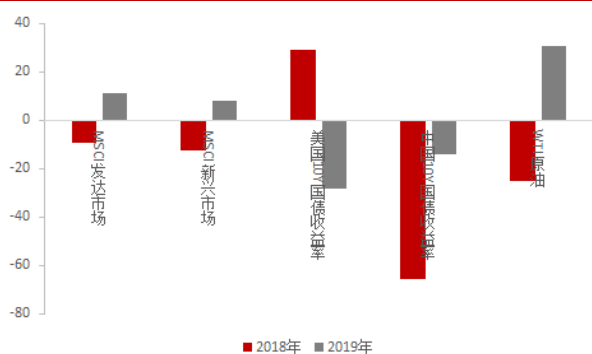
图 43:	下游行业利润普遍偏低.....	16
图 44:	PPI 继续压制 CPI 非食品项.....	17
图 45:	出现类似 2015-2016 年情况可能性大.....	17

一、外围市场：拐点逐步获得确认

1.1 大类资产价格：驱动因素由增长转向流动性

2019 年以来资产表现发生反转。2018 年在流动性收紧和增长见顶的背景下，全球风险资产普遍出现下杀，资产表现明显体现出对安全性的强烈追求。但 2019 年以来，风险资产一改去年下跌趋势，出现了全球范围内股债商一齐走强的情况，同时市场波动率水平亦较去年有所下降。

图 1： 大类资产表现普遍好于 2018 年



资料来源：Wind，川财证券研究所

备注：国债为到期收益率变化(BP)，其余为收益率(%)

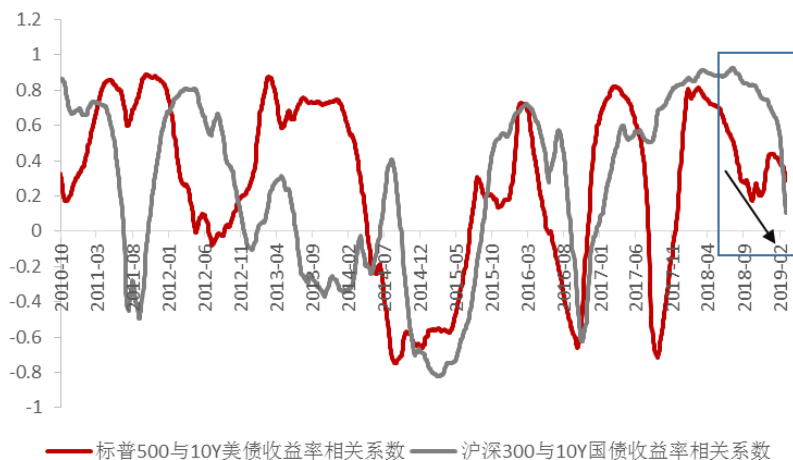
图 2： 波动率水平较去年同期下行



资料来源：Wind，川财证券研究所

大类资产的表现反映出市场担忧的主线逐步从增长转向流动性。道理上讲，当流动性因素占据资产配置核心因素时，股债之间表现为股市和利率中枢反向变动，而当增长因素占据上风时，则表现为同向。过去两年国内流动性水平整体均较为宽松，但金融资产表现出截然不同的特征，意味着市场关注焦点随着时间推移而发生变化。自 2018 年末以来，中美股债之间相关系数均先后出现见顶下落，表明资产价格核心驱动因素发生切换。

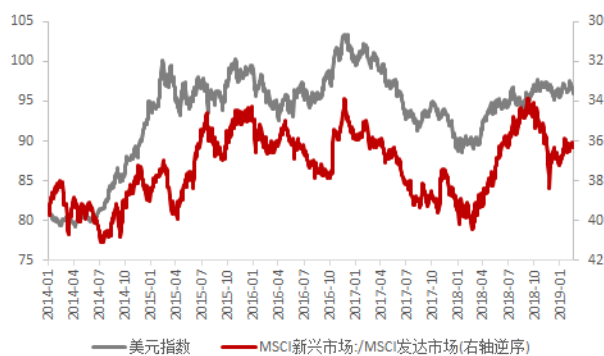
图 3： 资产价格主导因素切换



资料来源：Wind, 川财证券研究所

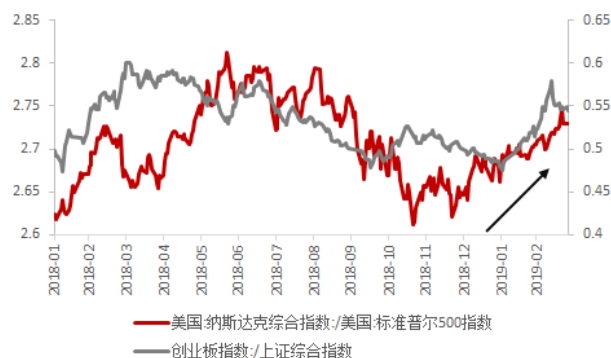
流动性驱动下，股市内部亦表现出对风险溢价的追求。在驱动因素切换影响大类资产的同时，股市内部表现也出现分化，新兴市场股价表现相对于发达市场出现反弹，同时低增长环境下各国市场内部成长类板块普遍享受了更高的流动性溢价水平。考虑到目前全球货币转宽预期已经部分实现，流动性因素或成为左右 2019 年资产价格表现的核心。

图 4： 美元升值放缓有利于新兴市场



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 5： 低增长下成长享受更多溢价



资料来源：Wind, 川财证券研究所

1.2 外围宏观环境：开启下半场

外围市场逐步开启增长下半场。从美国 2 月份非农就业数据看，时薪同比增速创下十年新高的同时新增就业人数却创下 17 个月以来最低，劳动力市场供给刚性明显，再考虑高基数问题，美国本轮周期已经步入尾端。且从全球近几轮经济周期看，中国经济在一定程度上领先于欧美市场表现，在中国经济拐点出

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

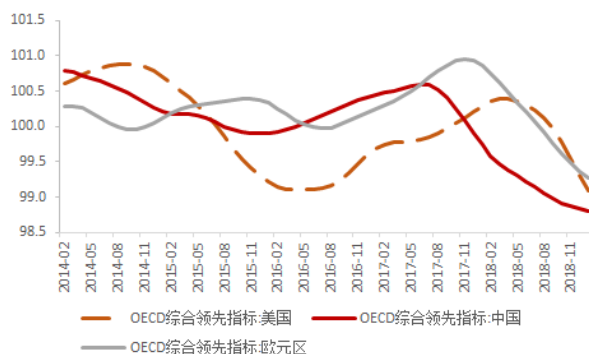
现前，欧美等主要国家经济体面临的增长压力逐步加大。

图 6： 美国劳动力市场接近极限



资料来源：Wind，川财证券研究所

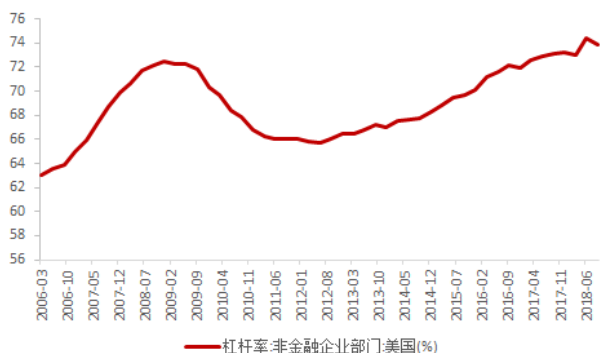
图 7： 近几轮经济周期中国均领先于欧美



资料来源：Wind，川财证券研究所

但美国经济出现失速的风险亦不高。尽管随着美国利率市场极度平坦化，市场对增长的担忧有所上升，且美国非金融企业部门杠杆率水平已经达到 74% 左右，超出 08 年金融危机阶段水平，但以历史经验看，美国经济大幅衰退的起点往往由居民部门先开始，而企业部门资产负债水平波动则更多作为一种衰退后的事后确认。

图 8： 美国非金融企业部门杠杆率已超出 08 年水平



资料来源：Wind，川财证券研究所

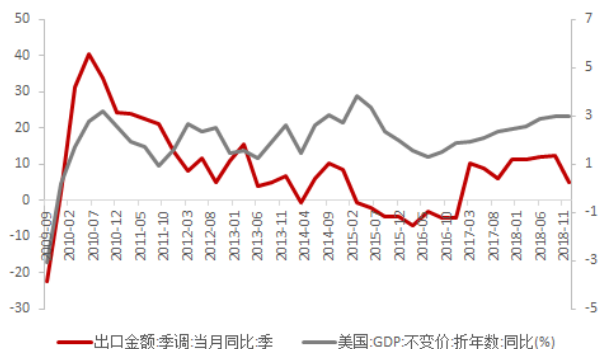
图 9： 但居民部门负债水平尚较为稳定



资料来源：Wind，川财证券研究所

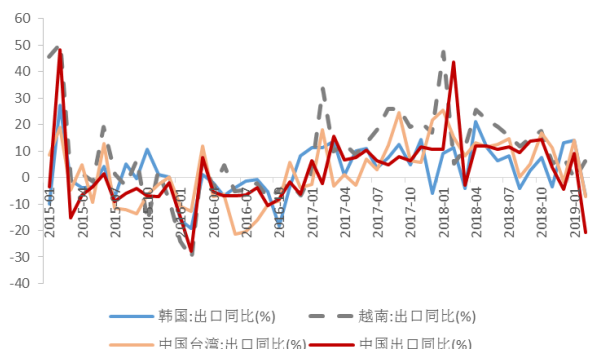
二季度出口仍将面临较大挑战。在外部需求走弱、美国景气回落下，即使贸易摩擦问题出现缓和，但考虑到外围市场在二季度面临的高基数问题，其维持下行方向仍是大概率事件。就目前可见数据而言，部分未受到贸易因素困扰的新兴市场出口也已经出现较为明显的下行，或许意味着即使贸易问题缓和乃至完全解除，中国对外出口仍将在二季度继续面临压力。

图 10：景气回落下出口仍将承压



资料来源：Wind，川财证券研究所

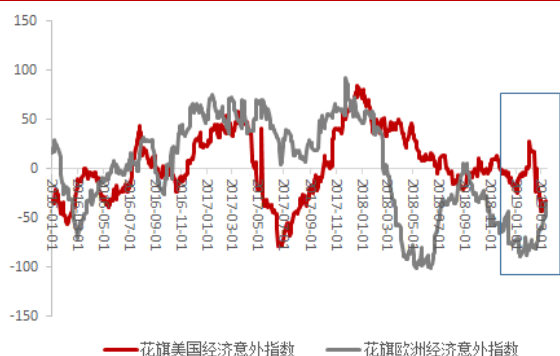
图 11：新兴市场出口同步走弱



资料来源：Wind，川财证券研究所

货币政策空间进一步打开。美国经济逐步步入景气下行阶段，美欧之间由分化走向同步下行，或将导致美元指数上行动能受到削弱，同时此前美联储议息会议已经明确暂停加息，外部流动性压力进一步缓和，国内货币政策操作空间将在二季度进一步打开。

图 12：美欧景气缺口弥合



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13：国内货币政策空间进一步打开



资料来源：Wind，川财证券研究所

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_13414

