

2019年03月04日

证券研究报告·宏观报告

宏观与大类资产配置系列评论



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

新趋势下的大类资产配置

摘要

年初以来国内大类资产走势发生趋势性变化，股票资产表现最为亮眼，告别去年持续调整而快速上行，而债市结束连续上涨而小幅调整，人民币汇率止跌转升，商品价格止跌企稳。这种转变背后是宏观变量的趋势性变化。相对于去年，今年发生的三个趋势性变化，导致今年资本市场表现与去年反转。即稳增长重要性上升、美联储货币政策边际宽松以及中美贸易冲突缓和，这三个趋势决定了社融增速持续回升，人民币缓慢升值以及风险偏好的提升。社融增速回升消解经济悲观预期并提升资本市场资金供给，而人民币升值吸引外资进入，叠加风险偏好的提升，股市获得持续回升动力并将持续，但也需要警惕快速上涨后短期调整的风险。而经济悲观预期消解将抑制债市上涨空间，但短期货币政策继续宽松环境下债市也难以大幅调整，总体将延续震荡。而资金投放增加改善企业资金面，信用利差收窄意味着信用债有更大机会。中美利差企稳甚至走阔决定人民币汇率将继续小幅升值。而经济悲观预期缓解也意味着商品可能短期继续高位震荡。

风险提示：1、经济超预期下行，预期再度趋于悲观。2、股票市场快速上涨后短期调整风险。

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

相关研究

1. A股走势反映了怎样的宏观预期？——兼论A股未来走势（2019-03-04）
2. 基本面存在企稳迹象，后续需要继续观察（2019-03-03）
3. 内需驱动需求改善，未来无需过度悲观（2019-02-28）
4. 静待资金进入实体经济——月度经济预测（2019-02-26）
5. 中美贸易谈判顺利推进，市场风险偏好逐步提升（2019-02-24）
6. 货币政策逆周期调节，实体资金供给继续改善——2018年4季度《货币政策执行报告》解读（2019-02-22）
7. 穿过春节影响的迷雾看经济数据——数据挖掘系列（一）（2019-02-18）
8. 实体融资回升，修正对经济悲观预期（2019-02-17）
9. 社融回升的持续性以及对经济的托底效应（2019-02-17）
10. 通胀中枢下移，这意味着什么？（2019-02-15）

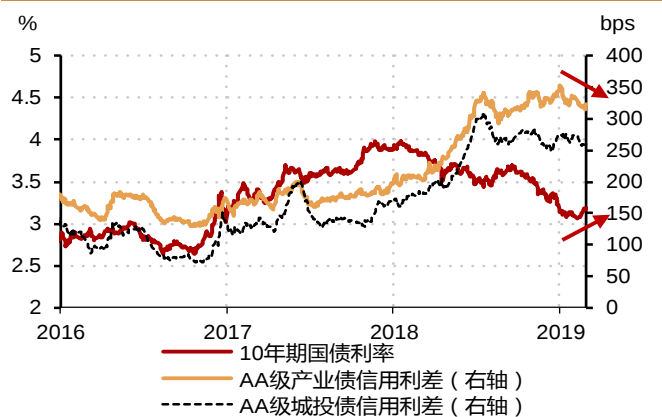
年初以来大类资产走势发生剧烈变化。最为瞩目的是股票市场，在经历了去年近一年的连续调整之后，A股开始了快速拉升。从1月3日最低点到3月4日的37个交易日内，上证综指与创业板指数分别累计上涨22.9%和33.4%，这个上涨速度不可谓不快，过去20年A股市场中仅在2009年“四万亿刺激”时期和2014-2015年牛市时期出现过这么快的上涨速度。股市快速上涨的同时，债市结束去年仅一年的连续上涨态势，特别是在去年10月债市快速上涨之后，今年1月开始债市趋于平稳，10年期国债利率由春节前3.1%左右的低水平小幅反弹至目前3.2%左右。而信用债利差却结束过去两年的持续扩大态势而转为收窄，特别是低评级信用债利差收窄较为明显。同时，人民币兑美元汇率结束半年多的贬值趋势，年初以来持续升值，从6.9左右的位置升值至目前6.7左右。此外，商品价格有所回升，南华工业品价格小幅上行。

图1：股市结束去年持续下挫而快速回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：债市结束上涨而小幅调整，信用利差结束扩大而开始收窄



数据来源：Wind，西南证券整理

图3：汇率结束持续贬值而开始升值



数据来源：Wind，西南证券整理

图4：工业品价格出现小幅回升势头



数据来源：Wind，西南证券整理

大类资产的变动显示趋势可能正在发生变化，背后是宏观经济层面的核心变量的变化。我们在2018年10月28日报告《未来可能发生趋势转变的几个方面》中指出了宏观层面可能发生的几个核心变化，现在来看，这些可能都在逐步变成现实并成为主导未来一段时期资产走势的核心变量。首先，国内政策已经转向宽松并不断加码，以稳定内需。后续出台的政策显示对去杠杆诉求的下降，同时对稳增长诉求的上升，这形成了资金投放以及金融监管等一系列政策变化。其次，全球流动性收紧步骤可能逐步放缓，甚至存在逐步转向宽松的可能；这在美联储将加息预期快速引导至零次，并给出可能停止缩表的预期之后也转为现实。再次，

全球经济走势不同可能带来经贸关系中相对优势的变化。随着中美贸易谈判推进，我们看到今年中美贸易冲突较去年出现缓和。这些核心变量的变化产生了资金流动以及资产估值等一系列变化，形成了年初以来大类资产配置走势的反转趋势。而这些变量在未来的走势，也将决定着未来各类资产价格走势。

首先，稳增长政策推进将持续消解对经济的过度悲观预期。近期决策层表态显著提升了金融的地位，习近平在中央政治局第十三次集体学习时强调金融是国家重要的核心竞争力。相较于此前对金融管控的态度，这次表态将金融和实体放到相互促进的位置，以建设性的态度来推动金融发展，而不能出现金融条件恶化影响经济的情况。因而，面对当前经济存在下行压力的情况，政策将继续通过逆周期调节来稳定经济，总体宽松的政策不会发生改变。直至宽松政策推动经济企稳回升，实现稳增长这个防风险的前提。与去年监管强化导致信用大幅收缩相比，稳增长重要性的上升意味着信用收缩将有所改善，这将推动经济悲观预期的逐步消解。

社融将持续回升，金融市场资金供给将持续改善。随着稳增长政策持续，社融增速将持续回升。宽松政策决定的短端利率低水平运行，将推动票据、短贷等短期融资以及至债券融资保持高位，而表外监管柔性化则将改善表外融资，降低表外融资收缩幅度，同时政策着力引导资金进入实体经济，加大对民企和小微的信贷投放，信贷也将延续增长势头。因而整体社融增速将持续回升，我们预计到今年底社融存量同比增速可能回升至 11.6%。社融增速回升意味着金融体系资金投放的持续增加，而释放出的资金也将不同程度的进入资本市场，改善资本市场资金供给，特别是对权益市场。

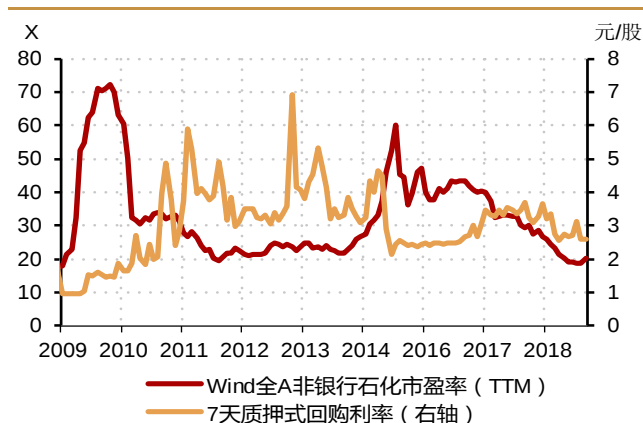
经济悲观预期消解将提升权益市场估值，与资金面改善共同推动权益市场行情。我们在上篇报告¹里阐述了此前市场深度下跌的宏观背景是对经济的过度悲观预期，虽然近期市场上涨，悲观预期有所消解，但并未完全消除。市场隐含的对未来 6 个月名义 GDP 和工业企业盈利增速同比预期分别在 6.0%和-7.5%水平。随着稳增长政策持续发力，这种悲观预期将继续消解，这将继续为 A 股上涨提供动力。而另一方面，信贷社融的持续放量也将改善权益市场资金供给。随着市场上涨，融资余额持续上升，新开户数目增加，都显示市场资金在持续改善。

图 5：社融增速企稳回升改善经济悲观预期



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：宽松的资金面将增加市场资金供给，提升估值水平



数据来源：Wind，西南证券整理

¹ 《A 股走势反映了怎样的宏观预期？——兼论 A 股未来走势》2019 年 3 月 3 日

其次，美联储快速减缓甚至暂停退出宽松政策，全球货币政策转向宽松，这将带来人民币汇率的趋势性变化。随着美国经济走弱，美联储快速调整货币政策，将今年的加息预期由此前3次降低到0次，并给出提前结束缩表的预期。此外，发达国家货币政策普遍边际宽松。全球货币政策变化形成资金流向的趋势性变化，资金从去年大幅流出新兴市场转为流入新兴市场，推升新兴市场汇率以及资产价格。人民币汇率也不例外，去年美联储持续加息推升美国利率水平，而我国银行间利率和债市利率不断下降，中美利差快速收窄，导致资本流出与人民币汇率贬值。但去年4季度以来美联储货币政策边际宽松已经带动其利率大幅下降，10年期国债利率累计下降60bps左右，而中国利率年初以来结束下行，开始企稳甚至小幅回升，中美利差再度扩大，推动人民币兑美元汇率持续升值。随着中国经济悲观预期消解与美国经济持续走弱，人民币将延续小幅升值态势。

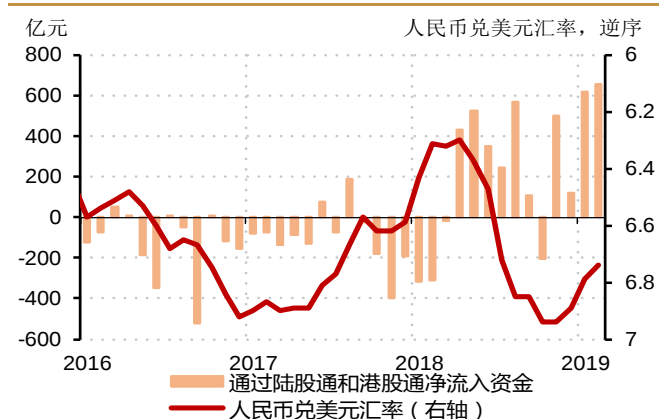
人民币升值带动外资持续流入，外资成为年初以来股市上涨的主要助推者之一。随着人民币汇率由跌转升，资本持续流入，成为推升A股的主要因素之一。从去年11月至今年2月通过陆股通流入A股资金1841亿元，通过港股通流出资金-58.2亿元，合计净流入1899.5亿元，而去年1月至10月十个月合计净流入不足1397亿元。近两个月通过陆股通和港股通月均流入额在600多亿元。随着人民币汇率持续升值，外资将延续持续流入趋势，这将继续成为推升A股动力之一。

图7：上市企业盈利增速与名义GDP增速



数据来源：Wind，西南证券整理

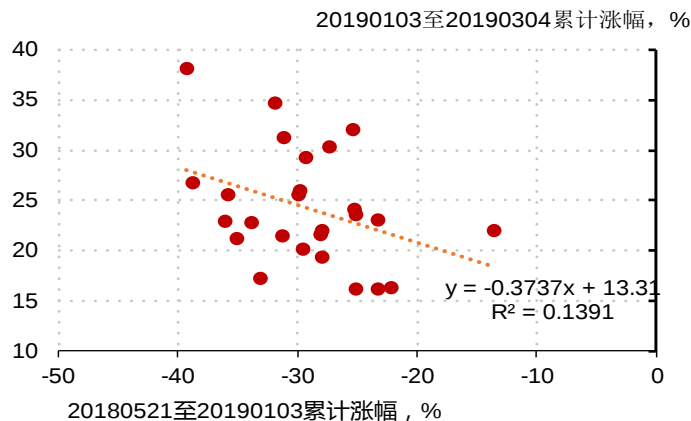
图8：上市企业盈利增速与企业利润总额同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

再次，中美贸易冲突缓和将提升市场风险偏好。中美国际地位的相对变化趋势以及美国对中国定位的变化决定中美竞争对立关系将是长期的，而且会在多个层面广泛展开。但去年作为冲突发起者的美国经济处于上升期，而中国处于经济下行周期，周期不同导致美国在发起贸易战层面有恃无恐。虽然中美竞争对立关系的趋势不会因为经济周期而改变，但经济周期却可以改变双方的短期竞争力量，进而影响短期冲突进程。去年末以来美国经济步入下行周期，经济下行压力上升为美国政策形成掣肘，增量需求成为稀缺资源，而中国作为全球最大增量贡献国将获得更大的转圜空间。因而，全球经济走势不同将带来经贸关系中相对优势的变化，两国缓和和冲突诉求都有所上升。因而我们看到今年中美贸易冲突缓和，谈判成为主基调。这将提升市场风险偏好，去年下挫较多的板块大多在今年涨幅较高，就是这种趋势转变的体现。

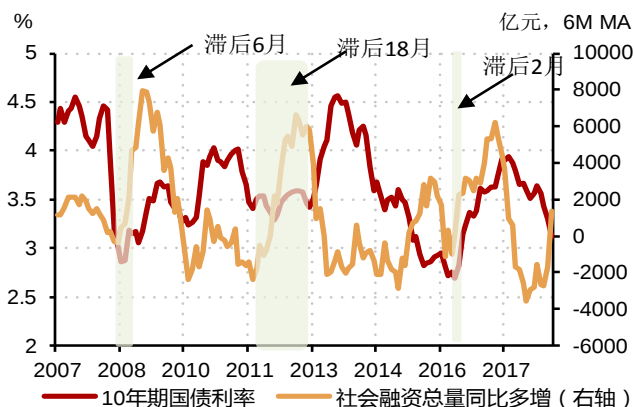
图 9：去年下挫较多的申万一级板块今年以来上涨较多



数据来源：Wind，西南证券整理

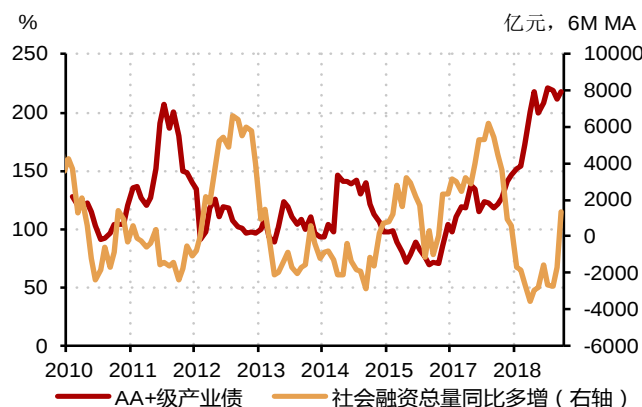
稳增长重要性上升、美联储货币政策边际宽松以及中美贸易冲突缓和将在未来一段时期内主导资本市场走势，这三个趋势将决定社融持续回升，人民币缓慢升值以及风险偏好提升。对股市来说，社融回升将缓解对经济悲观预期，并增加市场资金供给，而人民币升值将吸引外资持续流入，风险偏好提升也将助推 A 股，因而权益市场将在今年有较好表现。而对债市来说，基本面悲观预期消解将限制利率下行空间，短期内由于经济尚未完全企稳，货币政策继续宽松，低的短端利率为长端利率形成安全边际，债市短期震荡，但如果货币政策出现调整，利率债将进入调整阶段。而实体融资改善将持续降低企业信用风险，信用利差将趋势性收窄，其中低评级城投和中评级产业债或更为受益。经济悲观预期消解也将缓解对商品的悲观预期，商品延续震荡态势。

图 10：利率债调整往往滞后于社融回升



数据来源：Wind，西南证券整理

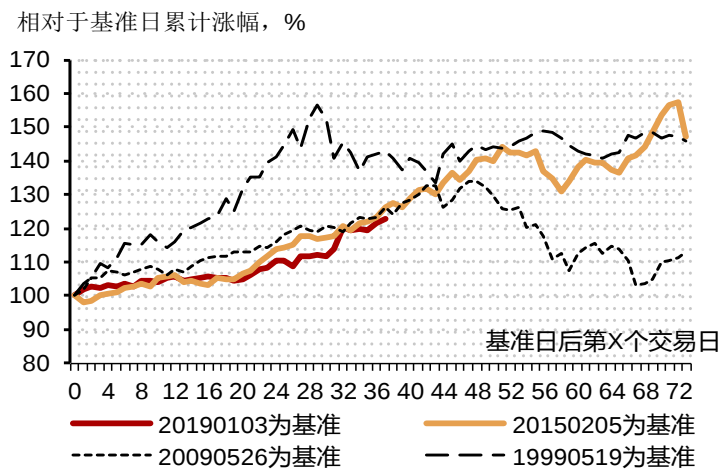
图 11：社融回升将压低信用利差



数据来源：Wind，西南证券整理

虽然宏观层面依然支持股市上行，但需要警惕过快上涨后的短期回调风险。从 1 月 3 日低点至 3 月 4 日，上证综指与创业板分别累计上涨 22.9% 和 33.7%，这么快的增速在 A 股历史上也难以找出几个，1999 年以来只有 1999 年 5·19 行情、2000 年牛市、2006-2007 年牛市时期、2009 年 8 月“四万亿刺激”时以及 2015 年牛市时期行情有如此快的增速。然而这种快速上涨仅在 2000 年和 2006 年之后继续上涨，在 2015 和 2009 年 8 月之后都有明显调整，1999 年之后有小幅调整。因而虽然基本面支撑股市上涨，但过快上涨可能蕴含短期调整风险，需要警惕。

图 12：当前 A 股上涨速度已经与历次牛市接近，需要警惕过快上涨后短期调整风险



数据来源：Wind，西南证券整理

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_13930

