

2020年02月24日

证券研究报告·宏观报告

宏观评论与大类资产配置



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

资金的盛宴，谁会撤走酒杯？

摘要

- 虽然疫情冲击之下，资本市场在春节后首个交易日出现大幅调整，股市大跌，债市大涨。但此后股市却展开波澜壮阔的修复行情，不仅上证综指收复 3000 点，创业板指更是攀升至 2250 点以上，创下 2016 年末以来的新高。而债市也持续在高位运行。资本市场的这种走势已经不能用修复来解释，那么主导这种行情的力量是什么，后续可能会有什么变化呢？
- **基本面并非主导当前行情的主要力量。**虽然市场普遍认为疫情对经济的冲击是暂时的，春节后首个交易日市场反应过激，随着经济恢复和宽松政策发力，基本面会对市场产生正面效应。但当前市场表现无论节奏还是结构，都显示并非基本面主导。从当前复工进度来看，基本面依然偏弱，复工虽然在推进，但速度比较缓慢，尚未呈现出回升态势。而如果用基本面改善的预期来解释市场上涨，也会面临市场主要上涨行业与经济基本面回暖关系不大的矛盾。经济恢复主要动力可能依然来自基建、地产等驱动的周期板块，并非当前市场表现最为抢眼的 TMT 板块，因而目前行情难以用基本面来解释。
- **本轮市场行情更多的由资金面主导。**相对来说，资金面对本轮市场行情产生更大的主导作用。随着流动性宽松，短端利率下行推升成长股估值，催生成长股主导的行情。而从资金流向来看，融资余额等相较于上证综指指数更大的涨幅以及基金发行火爆也显示资金正在加速进场。同时，债券市场中信用债一级市场认购火爆，特别是短久期信用债，认购利率逼近下限。宽松的流动性是催生本轮资本市场行情的主要力量。
- **两个变量决定了资金面宽松格局。**一方面，疫情冲击经济下行压力之下，央行宽松政策需要加码，因而央行加大流动性投放，并通过降息等引导实体融资利率下行，增加了流动性供给。另一方面，春节后复工缓慢，金融机构向实体经济放贷一定程度上受阻，导致资金更多的堆积在金融市场，导致金融市场资金供给泛滥。这种情况逻辑上与 14-16 年类似，都是货币宽松叠加向实体经济补偿，在金融市场形成流动性堰塞湖。但区别在于目前有资管新规，因而金融机构加杠杆能力显著低于 14-16 年，因而广义货币创造能力和资金泛滥程度会明显低于 14-16 年，但基本逻辑类似。
- **这种逻辑发生变化可能取决于以下几个变量：1) 货币当局或监管部门政策。**如果央行收紧流动性或金融机构加强监管，资金供给将出现收缩。但目前来看，在经济尚未企稳环境下，央行收紧流动性可能性不大；2) **资金开始进入实体经济。**2 月资金难以进入实体是因为复工缓慢，放贷一定程度受阻，但随着复工推进和实体经济融资需求恢复，叠加宽信用政策支持，信贷社融将明显回升，资金加速进入实体将对金融市场资金供给形成挤压。3) **国内资本市场上涨导致海拔过高，外资开始撤出，**特别是指数基金在再平衡策略下被动撤出，这也可能成为减少资金供给的重要方面。因而判断未来市场走势，无论是债市还是股市，资金供给是关键，如果未来复工加速，资金加速进入实体，外资流入，那么资金驱动的行将面临挑战，将向基本面驱动行情转移。而债市则将进入调整阶段。
- 风险提示：经济下行超预期。

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

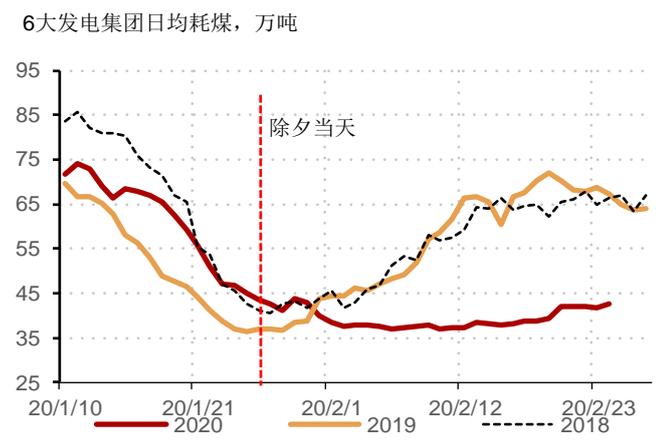
1. 从两次政治局会议对比看政策方向 (2020-02-23)
2. 关于一月金融数据的四个问题 (2020-02-21)
3. 降低成本，定向宽松——2019 年 4 季度《货币政策执行报告》解读 (2020-02-21)
4. 完成全年经济目标，需要多高的基建增速？ (2020-02-18)
5. 基于调研全面评估疫情对 1 季度信贷影响——2020 年 1 季度银行信贷经理调研 (2020-02-17)
6. 复工加宽松，需求或快速回升——政治局会议与国常会解读 (2020-02-13)
7. 通胀超预期，有多少是春节错位，多少是由于疫情 (2020-02-11)
8. 从高频数据看疫情对经济的冲击 (2020-02-09)
9. 如何理解利润增速与量价走势背离 (2020-02-03)
10. 疫情冲击下的月度经济展望 (2020-02-02)

1 资金的盛宴——本轮行情驱动逻辑

受新冠肺炎疫情在春节期间持续发酵的影响，2月3日开盘后，股市大幅下探，上证综指和创业板指当日分别下跌7.72%、6.85%。但之后股市便开始震荡回升，其中创业板指数回升势头较强，截止21日，创业板指数较2月3日累计反弹了24.0%，上证综指则反弹了10.7%。10年国债收益率也出现快速的下行，从1月23日的2.99%，迅速下探至2月10日的2.79%，此后在2.85%附近保持震荡。目前火热的股市和债市未来行情接下来将如何演化，是市场关注的焦点，而为了回答这个问题，需要首先厘清本轮行情的驱动因素。

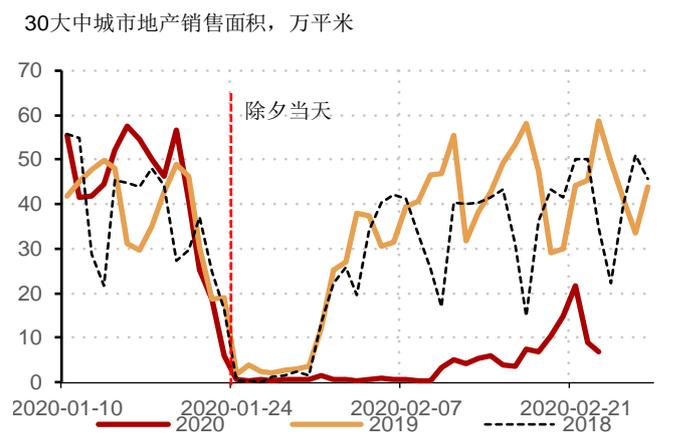
本轮股市上涨并非基本面驱动。疫情对餐饮、旅游、交通运输、批发零售等三产服务业直接造成收入的明显减少，而复工延后也会对二产造成拖累。我们的测算表明，如果在本周逐步完成复工，那么疫情冲击下1季度经济增速可能放缓至3.7%左右。疫情会对短期经济基本面会造成明显的下行压力，从而导致当期的EPS下行，因而这会对股价造成下行压力。从基本面现实情况看，偏弱的基本面尚不支持股市呈现如此程度的回升。高频数据显示基本面到目前也并无明显改善。本周6大集团的发电耗煤量水平依然只有去年的60%左右，高炉开工率较上周继续下行0.8个百分点为61.9%，虽然地产销售面积边际有所好转，上周的地产销售面积也只有去年同期的25%。

图1：发电耗煤边际改善但总体依然偏弱



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：地产销售面积离正常水平还有差距



数据来源：Wind，西南证券整理

周期板块涨幅滞后而科技板块涨幅居前的结果也显示，目前的上涨也不是对未来经济回升的预期推动。2月3日至21日，涨幅前三的板块分别为计算机、电子和通信，累计上涨幅度为30.5%、28%和22.9%，此外，传媒板块也录得不错的涨幅。科技类板块受流动性影响较大而对经济基本面变化较不敏感。涨幅靠后的主要是跟经济基本面相关的周期板块，包括钢铁、银行、采掘、房地产和交运板块等。由此也可以看出，本轮股市行情的上涨非基本面驱动。

图 3：周期板块涨幅滞后而科技板块涨幅居前

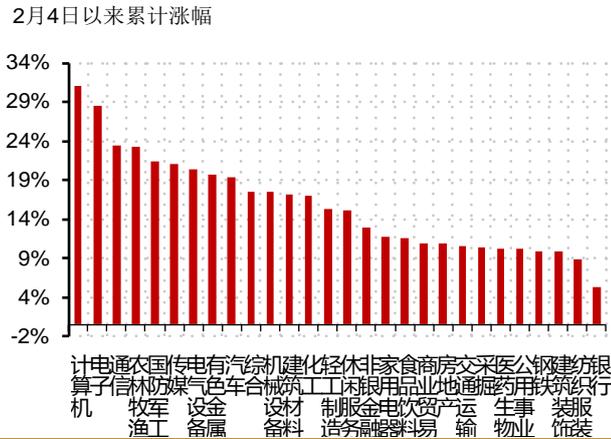


图 4：短端利率下行推升了创业板估值水平



本轮行情主要由资金面驱动。相对来说，本轮股市上涨更多受资金面推动。年后央行宽松力度逐渐加码，包括1月初的降准落地，以及央行在春节后加大公开市场投放，并降低相继降低逆回购和MLF利率各10bp。在央行宽松政策的推动下，短端利率显著下降，7天质押式回购利率从春节前2.7%左右下降至2.2%附近。短端利率的下降伴随着成长股估值的提升。同时，在债市层面，资金面宽松带来信用债一级市场的认购异常火爆，特别是短久期信用债，这从认购倍数上升，认购利率逼近下限甚至低于下限可以得到印证。

杠杆资金也存在加速进场迹象。股市融资月回升幅度快于上证综指上升幅度，股市融资余额的回升始于2019年12月初，从12月2日的9534亿元，震荡回升至1月22日的1.04万亿。受疫情影响，融资余额之后小幅回落至2月4日的1.01万亿，此后回升至2月21日的1.08万亿。融资余额以往与上证综指走势具有较好的正相关性，近期融资余额回升幅度高于按历史上与上证综指对应水平，显示杠杆资金在加速进场。

图 5：杠杆资金进场推升股市上行

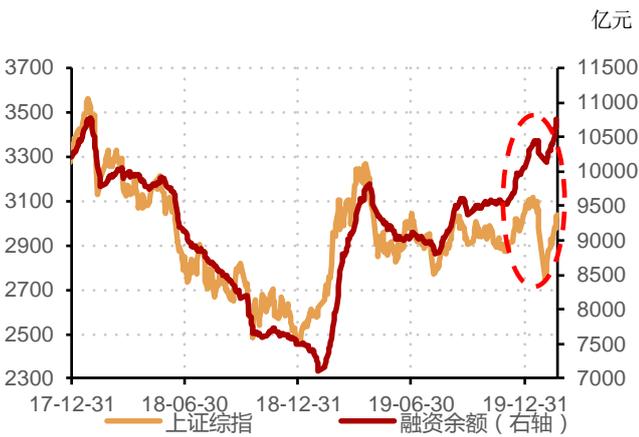
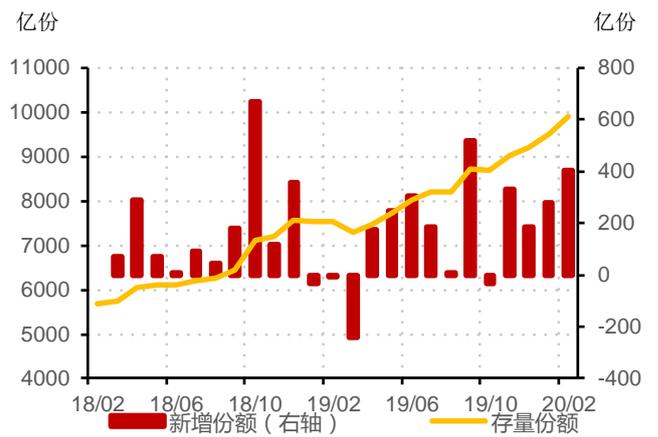


图 6：年初以来股票基金大规模发行



基金大规模发行不排除理财子公司等银行资金参与的可能。年初以来基金发行规模出现大幅回升，以股票型基金为例，1月新增股票型基金份额为280亿份，2月新增股票基金发行份额为407亿份。混合型基金增长更为明显，1-2月混合型基金新增份额分别为835亿份和572亿份。至于这些资金的来源，可能与银行资金面充裕，而实体融资需求短期承压，从

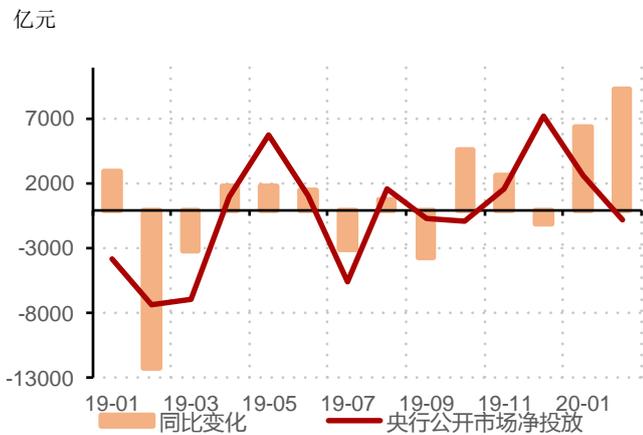
而导致银行资金的一部分转向金融市场。此外，居民部门资金也可能进入股市，节后奖金和工资的发放使得居民部门资金增加，而居民消费包括购房和购车却短期承压，居民资金可能通过基金、理财进入股市。20年1月A股投资者人数已经突破1.6亿人。不排除理财子公司资金加大对权益市场配置的可能。

2 金融市场宽松资金的决定因素

当前市场再度出现资产荒的现象，虽然程度不及14-16年的情况，但主逻辑类似。因为当时的央行货币政策宽松程度更甚，而金融监管处于缺位的状态，同业业务大幅扩张，金融机构负债端资金来源充足，导致资产荒。但货币政策保持宽松，并且资金难以进入实体经济的主逻辑类似。

首先，同样是央行货币政策转向宽松，并加大资金投放，同时央行引导利率水平下行。央行自2015年初开启了降准周期并一直持续至2016年3月，大型存款类金融机构法定存款准备金率从2015年1月的20%逐步下行至2016年3月的17%。除此以外，央行还下调了存款基准利率，2014年11月央行将1年期存款基准利率下调25bp至2.75%，此后央行连续降息5次，累计下调存款基准利率125bp至1.5%。央行货币政策全面宽松。当前央行货币政策主线是降成本和定向宽松，虽然宽松力度不及14-16年的全面放松，但资金投放则在增加。1月央行公开市场净投放2630，同比增加了6435亿元，2月的前三周，央行虽然在公开市场净回笼800亿元，但同比增长9330亿元。此外，央行先后降低7天逆回购和MLF利率各10bp，进一步引导利率水平下行。

图7：央行加大公开市场月度净投放（20年2月为前三周数据）



数据来源：Wind，西南证券整理

图8：央行引导利率下行



数据来源：Wind，西南证券整理

其次，资金难以有效进入到实体，堆积在金融市场。在疫情影响下，2月以来实体融资需求被短期压制，特别是按揭贷款和消费贷款需求回落明显。因而银行的信贷投放并不顺畅，再考虑到银行信贷额度本身十分充裕，在信贷投放受阻的情况下，金融市场资金有望增加，资金存在堆积在金融市场的可能。

图 9：资金充裕而融资需求回落资金可能堆积在金融市场


数据来源：Wind，西南证券整理

但当前金融监管要更为规范，资管新规的约束下，金融机构加杠杆大幅扩表的能力受限。与 14-16 年相比，当前的金融监管要更为严格和规范。在资管新规约束的约束下，金融机构通过同业加杠杆大幅扩表的能力受限，货币创造能力也较之前有所削弱。这就导致市场总体的资金充裕程度难以达到 14-16 年的水平。而央行货币政策宽松，引导利率下行，并且资金难以有效进入实体经济的主逻辑是类似的。

3 谁会撤走酒杯——资金驱动行情何时会出现拐点

当前资金驱动行情能持续多久，什么时候会出现拐点，这是需要关注的核心问题。资金驱动行情的未来演变事实上取决于前文所说的驱动因素的变化。目前来看，本轮行情发生变化的动力可能来自以下 3 个方面。

首先是政策面发生改变，流动性宽松格局被打破。但在经济暂未企稳，疫情影响未消的情况下，央行货币政策主基调将保持宽松，不会冒然转向影响经济企稳。降成本和定向宽松是央行货币政策操作的主要思路。降成本诉求下，央行依然有下调逆回购、MLF 利率的空间。并且不排除降低存款基准利率的可能，央行副行长刘国强也表示“存款基准利率是我国利率体系的‘压舱石’……。未来人民银行将按照国务院部署，综合考虑经济增长、物价水平等基本面情况，适时适度进行调整”。而定向宽松也是宽松，意味着央行将增加货币投放来扩大实体经济信用。定向宽松的政策包括专项再贷款，当前央行已经出台 3000 亿元，此外，定向降准也是重要的定向宽松手段，24 日央行副行长陈雨露表示近期将动态调整普惠金融定向降准的政策，将有更多达标银行得到优惠政策支持。央行货币政策将更加灵活适度，保持流动性合理充裕，短期看不到流动性宽松拐点的出现，但银行间流动性也难以更为宽松，央行无意引导银行间流动性过度宽松，短端利率难以持续下行。

其次是资金开始进入实体经济。金融市场资金供给与实体经济资金供给之间的跷跷板发生变化，随着复工推进和实体需求回升，实体融资显著增长，资金进入实体经济，挤占金融市场资金供给。因而需要密切关注复工进度以及实体经济融资需求的变化。从高频数据来看，当前的复工进程有所加快，目前发电耗煤量回升至去年同期的 60% 左右，北上广深迁入人口规模回升至 40% 左右，出行强度回升至去年同期的 50%。当前全国非湖北疫情防控已经步入收官阶段，这意味着复工情况将继续改善，实体融资需求也将逐步恢复，此前受疫情冲击

影响较大的按揭贷款需求也在修复，如果资金开始进入实体经济可能对资金驱动行情有不利的影响。

图 10：北上广深城内出行强度



数据来源：百度迁徙大数据，西南证券整理

图 11：北上广深迁入规模指数变化



数据来源：百度迁徙大数据，西南证券整理

外资会一定程度上影响国内资本市场资金供给。对于股市来说外资一直扮演着“先知先觉”的角色，是影响国内资本市场资金供给的重要因素。外资流入股市可以通过陆股通或者通过 QFII/RQFII。20 年 1 月陆股通净流入股市的资金为 384 亿，截止 2 月 21 日，陆股通流入资金规模为 409 亿元。年初以来外资的持续净流入在一定程度上推升了股市的上涨，但考虑到外资资金体量毕竟有限，陆股通存量规模才 1 万亿出头，因而外资并非股市走势的决定性变量大，但会带来边际影响。2 月 24 日，陆股通净流出 80 亿元以上，显示外资正在撤出。

图 12：陆股通净流入股市资金情况



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_7050

