



宏观策略与大类资产配置

疫情突发，资产重估

——短期的混沌与长期的清明

联系信息

证券分析师： 温晓丽
SAC 证书编号： S0160517040002
电话： 0571-87620749
Email: wenxl@ctsec.com

报告摘要：

- **行情回顾：**2020年1月份市场环境复杂多变，主要大类资产表现跌宕起伏。开局的美伊冲突造成原油的大幅波动以及黄金的震荡上行；中国春节前后陡然扩散的新型冠状病毒感染肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）导致了风险资产不同程度调整，避险资产上行空间打开。具体到国内资本市场，虽然2019年12月份以来，随着中美第一阶段经贸协议达成、全球主要经济体PMI景气回升、中国PPI触底，经济基本面改善预期逐渐强化，但股债行情的演绎主要还是流动性和配置资金驱动。
- **2月投资环境分析：**复盘2003，非典疫情并没有改变周期的力量和市场的趋势，只是扰动了其中的节奏。新冠疫情导致的情绪变化对市场的短期冲击可以比照2003年，同时结合春节期间外盘走势，节后开盘市场至少存在5%的惯性补跌空间，债市收益率下行空间也有望打开。2月份资产定价主要围绕新冠疫情变化而波动，宽松的对冲性政策可能会平滑掉资产价格部分波动。中期而言，资产价格的走势还是回归到宏观经济金融基本面。盈利周期和库存周期的效率上升期可能在下半年确认，三季度开始经济增长因子或成为股债定价的主要因素。
- **2月份投资策略：**2020年权益资产配置依然看好科技成长风格和新能源汽车产业链的投资机会。中长期来看，这与2013-2015年的成长行情或有一定的可比性，但考虑到大盘相关标的资产负债表相对2013-2015年有显著修复，因此中小创风格相对沪深300的超额收益可能没有2013-2015那样稳定、持续走扩。短期来看，受疫情冲击，无论市场风险偏好还是企业盈利预期都有下调的空间，市场整体估值易下难上。尤其是有大量获利盘和杠杆资金比较高的情况下（类似2019年4月份），市场已然不稳定，疫情冲击之下，若情绪恶化，下跌效应或被放大，仓位拥挤的科技成长风格短期回调5%-10%以上也是有可能的（创业板2019年1-4月份高点累计收益35%，4月初-6月初回调20%），但机会是跌出来的。债券市场主要是经济二次探底的过程中有一次交易性的机会，疫情爆发将这个交易机会提前到2月份。一旦补库和盈利周期确认，债市的空间也就很有限了。对于债市而言，且行且珍惜，流动性宽松时期是最好的交易阶段。

相关报告

- 2019年12月05日 年度策略：
降速提质，守正出奇
- 2020年01月06日 月度策略：
春节躁动行情提前演绎

正文目录

一、行情回顾：股市显著分化，债市无畏下行.....	3
二、2月份投资环境分析：疫情变化与政策对冲.....	6
三、投资策略：权益资产跌出机会，债券行情措手不及.....	13

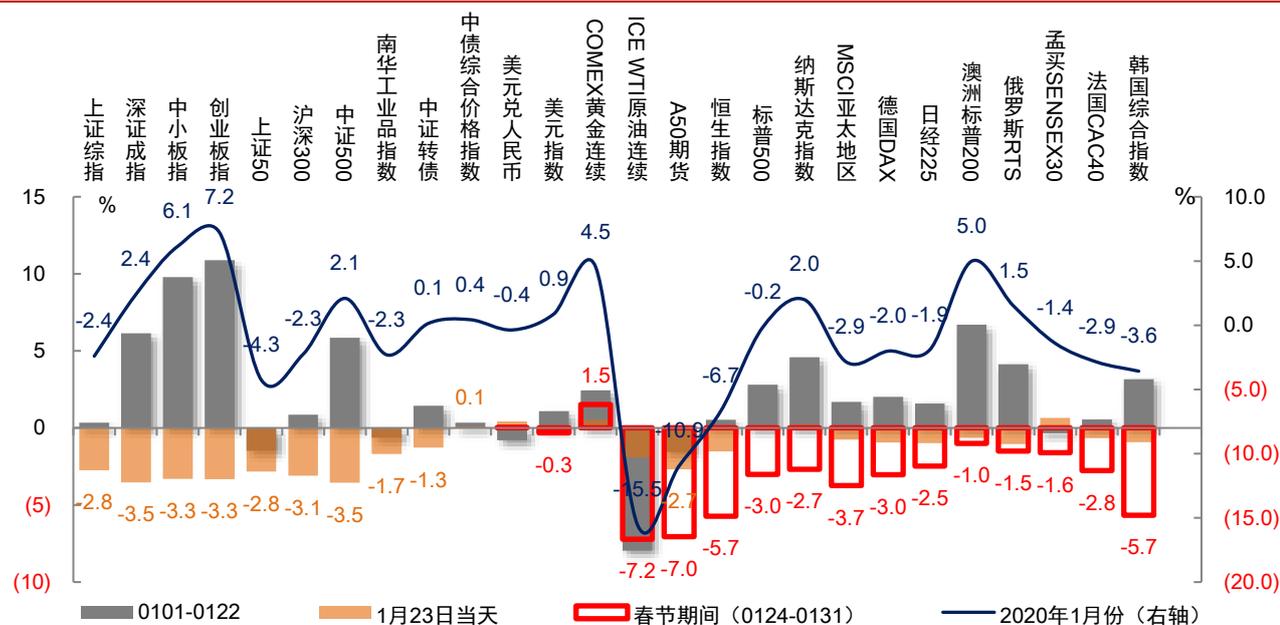
图表目录

图表 01：2020 年 1 月份大类资产行情：A 股中小创>黄金>债券>商品	3
图表 02：2019 年 12 月份至春节前股市的上涨与分化：中小创风格占优，半导体和新能源超额收益显著.....	4
图表 03：中债国债到期收益率与期限利差趋势.....	5
图表 04：AA 企业债到期收益率利差变化.....	5
图表 05：2002-2003 年中国经济周期处于上升通道，SARS 扰动了节奏，但终究敌不过趋势的力量.....	6
图表 06：2002-2003 年的 A 股走势.....	8
图表 07：2003 年中债 10 年期国债到期收益率走势.....	8
图表 08：2003 年申万一级行业表现：生物医药昙花一现、休闲服务一蹶不振、彼时周期风光无限.....	9
图表 09：中国经济产业结构已经发生深刻变化.....	11
图表 10：2020 年疫情干扰了短周期向上的节奏.....	11
图表 11：2013 年至 2015 年主要指数累计收益率走势.....	13
图表 12：2019 年年初至 2020 年 1 月 23 日收盘累计收益率走势.....	14

一、行情回顾：股市显著分化，债市无畏下行

2020年1月份市场环境复杂多变，主要大类资产表现跌宕起伏。开局的美伊冲突造成原油的大幅波动以及黄金的震荡上行；中国春节前陡然扩散的新冠病毒感染肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）导致了风险资产不同程度调整，避险资产上行空间打开。1月份主要大类资产绝对收益率而言，A股中小创累计收益率6-7%居于首位；黄金表现其次，收涨4.5%；原油表现最差，下跌15.5%；A50期货与恒指受疫情影响，分别大幅下挫-10.9%和-6.7%。其他资产方面，中债综合价格指数累计上涨0.4%，中证转债上涨0.1%，美元指数小幅收涨0.9%，人民币汇率小幅升值0.4%。

图表 01：2020 年 1 月份大类资产行情：A 股中小创>黄金>债券>商品



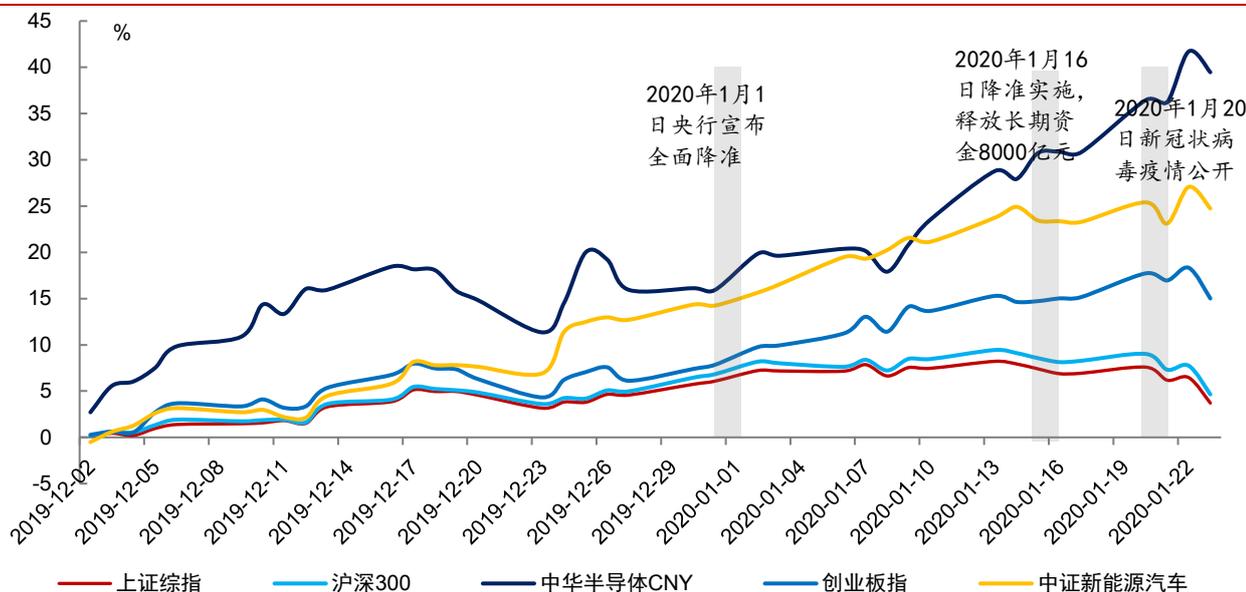
数据来源：Wind、财通证券研究所

具体到国内资本市场，虽然2019年12月份以来，随着中美第一阶段经贸协议达成、全球主要经济体PMI景气回升、中国PPI触底，经济基本面改善预期逐渐强化，但股债行情的演绎主要还是流动性和配置资金驱动。

新冠疫情前的权益市场提前演绎了春季躁动行情，从主要宽基指

数和风格主题指数的表现来看，基本上呈现出结构性牛市的态势。截至1月22日，半导体指数自去年12月份以来累计上涨42%，中证新能源汽车累计收益率27%，创业板累计上涨18.3%，上证综指累计收益为6.46%。

图表 02：2019 年 12 月份至春节前股市的上涨与分化：中小创风格占优，半导体和新能源超额收益显著

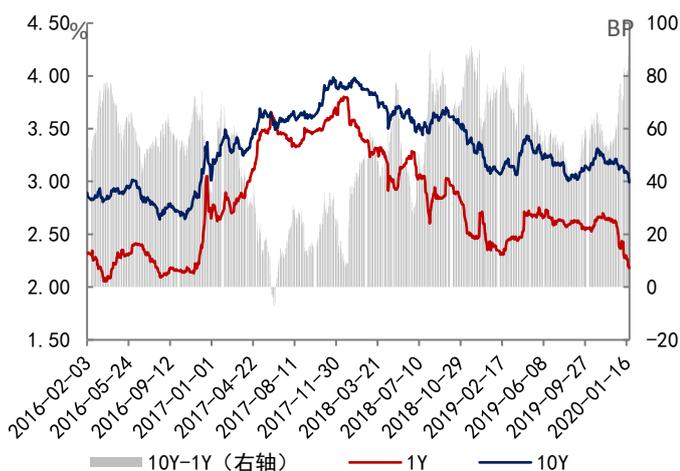


数据来源：Wind、财通证券研究所

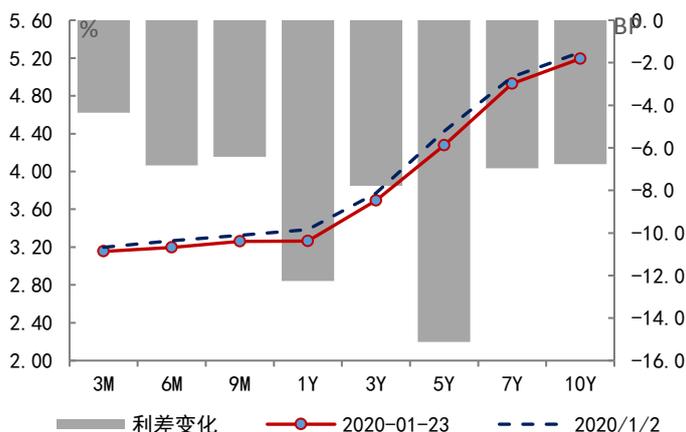
通胀风险的低补偿和经济基本面改善预期的强化并没有阻挡债券市场到期收益率的下行。

利率债方面，中债国债到期收益率1年期和10年期自去年12月初至1月23日分别下行47BP和21BP，其中，2020年1月份以来分别累计下行23.5BP和13.5BP，1月23日期限利差81.22BP，处于2002年以来49%分位水平，2016年以来89%分位水平。期限结构走陡往往发生在经济刚刚走出衰退期，这与2019年12月份以来的经济状态基本一致。然而宽松的流动性环境和相对较高的期限利差也为配置资金做多长久期利率债提供了较大的支撑和驱动力。

信用债方面，各期限到期收益率也出现了不同程度的下行，其中1年期和5年期下行较大，5年期AA和AA-企业债到期收益率年初以来皆下行了15BP。信用利差和评级间利差都出现了收敛的态势。

图表 03: 中债国债到期收益率与期限利差趋势


数据来源: Wind、财通证券研究所

图表 04: AA 企业债到期收益率利差变化


数据来源: Wind、财通证券研究所

总体而言, 2020年1月份本币资产的定价基本符合经济周期的规律, 即经济结束主动去库存阶段进入被动去库存阶段, 该阶段需求出现企稳和边际改善的迹象, PPI触底回升, 库存去化至较低的水平, 货币政策还处于宽松的阶段。基本面改善的预期叠加宽松的货币政策最有利于股票、商品等对经济增长敏感的资产, 尤其是中小创风格赢率大幅增加, 人民币汇率的赢率也会上升, 而债市的赢率会下降。然而从市场走出的结果来看, 股票和人民币汇率定价基本符合预期, 而债市在分歧中走出了一波行情, 商品仍受制于较大的供需矛盾而难现反转行情。

1月份的大类资产表现基本上反映了需求弱复苏和货币维持宽松的预期, 宏观金融状态在资本市场中的定价越来越有效。1月份CPI结构性通胀高点之后的下行预期、PPI弱势反弹后二季度仍然可能经历二次放缓的曲折都被提前定价到不同资产类别的价格之中。

2020年1月份, 股市在一致预期、债市在分歧之下开局, 而皆在对新冠疫情的一致性恐慌之中收尾。2月份, 各类资产如何演绎? 新冠疫情变化和相应对冲政策或将成为短期资产定价的主要影响因素。

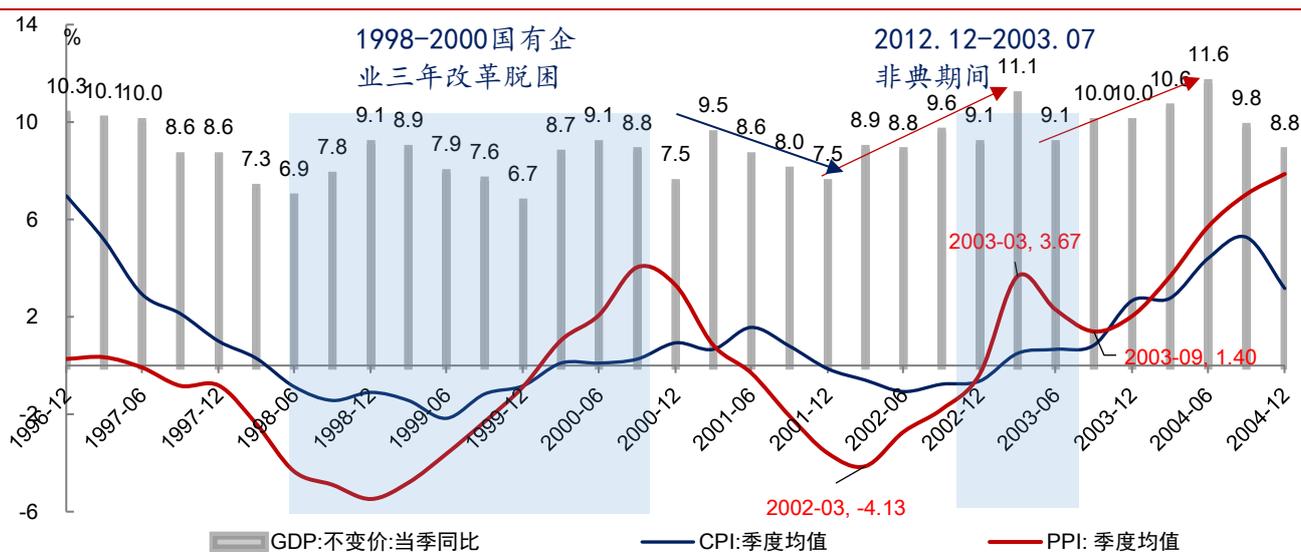
二、2 月份投资环境分析：疫情变化与政策对冲

马克·吐温一言道出周期的循环往复和人性的经久难变。新冠疫情的爆发时点、原因与十七年前的非典疫情极为相似。以史为鉴，我们复盘了2003年的宏观金融形势与资本市场走势。然而，历史车轮总是向前，2020年资本市场所处的宏观金融环境已时过境迁，我们借鉴经验更注重周期的时变。

1、 复盘 2003:非典的扰动难以改变周期的力量

回溯到2002-2003年经济周期的位置，康波和房地产周期繁荣共振，设备更新改造带来朱格拉周期的景气，而库存周期在2002年11月份以至于整个2003年都是主动补库存阶段(虽然PPI放缓导致过程波折)，意味着2002年四季度开始经济短周期已经进入扩张阶段；债务周期方面，1998-2000年对国有企业实施三年改革脱困以及2000年-2003年推进了债转股后，国有企业以及银行体系资产负债表都有了明显的修复；盈利周期方面，2002年上市公司盈利处于负增长区间，2003年盈利增速进入正增长区间。此外，货币政策方面，中国央行从2002年2月份之后虽然停止了降息，但也没有加息，政策保持了稳健中性；存款准备金率自1999年12月份至2003年8月份都维持不变；在此期间，美国财政赤字扩张，货币政策宽松，美联储从2001年1月到2003年6月降息13次，这为中国经济的企稳以及债务的出清提供了良好的流动性环境。

图表 05：2002-2003 年中国经济周期处于上升通道，SARS 扰动了节奏，但终究敌不过趋势的力量



数据来源：Wind、财通证券研究所

后视的角度，当时的经济金融状态实则非常友好，周期的力量是向上的。然而置身当时，短周期的任何数据波动或事件冲击都会让人有“横看成岭侧成峰”的混沌感，最终体现在市场预期或者投资者心态的起伏，从而形成了围绕趋势而波动的市场形态。

从与资本市场行情紧密相关的经济短周期来看，经济增速从2002年年初持续回升到2003年一季度的11.1%，创下1996年以来的新高，PPI同比增速也从2002年年初-4.13%的低点持续回升至2003年一季度的3.67%高点，上市公司（全A非金融可比口径）净利润同比增速在2003年一季度扭负转正甚至高达93%，几个关键的指标基本可以确认经济在一季度全面企稳回升。考虑到宏观数据公布的滞后性，一季度股票市场和债券市场价格走势基本反映了经济基本面向好的预期，表现为股票上涨而债券价格震荡。2003年二季度GDP当季同比增速下探到9.1%，PPI同比增速拐头向下，上市公司业绩同比增速放缓至4.4%个位数水平，二季度股票市场呈现盘整态势，上证综指下跌了1.62%，可见非典对实体经济的影响在二季度已经有所显现，而对资本市场的冲击相对有限。市场对于经济基本面乐观预期的调整显然是滞后了，此外也反映市场对于当时疫情的扩散并没有充分认知和充分预期。即使是4.17中央政治局会议高度重视非典疫情后，上证综指在随后一周时间下跌超7%之后又有所修复，从行业来表现来看，当时的市场反映也是体现出短期行为特征，比如医药行业也仅仅获得了一周的相对超额收益，相应地，休闲服务、交运、银行和非银短期受到较大的负面冲击。

反而是7月中旬疫情基本确认结束后，市场自三季度开启了补跌模式，这可能是二季度相对较差的GDP和上市公司业绩增速公布后，市场开始调整经济基本面预期，同时也和中国央行上调准备金率以及美联储终结宽松有关，市场出现了盈利和估值的“双杀”局面。实际上，2003年7月份非典疫情结束之后，虽PPI继续放缓（即使没有疫情冲击，受翘尾因素影响，三季度PPI也是延续放缓趋势），三季度经济增速回升至10.1%，上市公司盈利增速反弹至33%，经济已经呈现总体企稳的态势。美联储6月份结束了降息周期，中国人民银行7月份以后三次召开窗口指导会议，对货币信贷过快增长可能引发的系统性风险进行了必要的风险提示，9月份上调存款准备金率，从1999年11月份一直维持的6%的

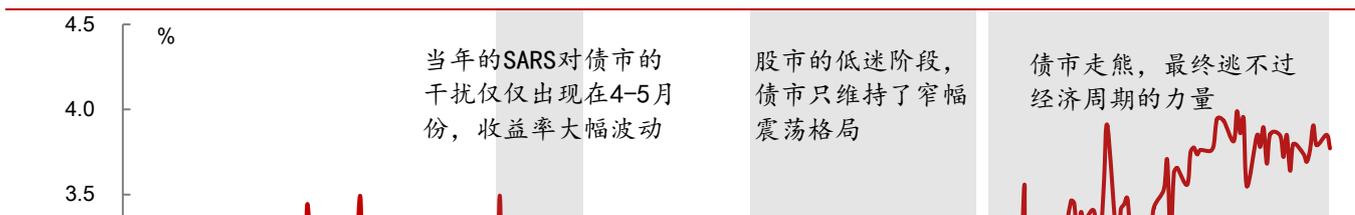
水平上调至7%。盈利回升和货币收紧的背景下，2003年三季度上证综指受估值拖累继续下跌了8%。2003年四季度PPI和CPI显著回升，经济增速进一步反弹，上市公司盈利增速达到145%的峰值，受经济基本面强劲预期以及风险偏好驱动的估值修复双轮驱动，上证综指在四季度收涨9.5%，深证成指反弹13.9%，而债券收益率在四季度出现了显著上行。

图表 06：2002-2003 年的 A 股走势



数据来源：Wind、财通证券研究所

图表 07：2003 年中债 10 年期国债到期收益率走势



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_7429



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>