



海外流动性延续宽松，国内股债偏震荡 ——资本市场月报（2019年12月）

■ **海外大类回顾：**受益于中美达成第一阶段贸易协议，英国保守党单独组阁令软脱欧确定性进一步上升，2020年美国加息时点推迟，美联储对于回购市场的流动性呵护等，海外大类资产仍然延续着风险偏好改善的路径演绎。

■ **海外大类展望：美股：关注12月PMI。**美股目前计入的乐观预期已经相对饱和，想要进一步上行或需要更多超预期因素的推动。**美债：尚未脱离震荡区间。**若利率向上接近1.9%-2%区间时，可以考虑择机做多；若利率下破1.7%-1.75%区间时则考虑抛空。**外汇：美元或有做多空间。**美强欧弱格局未变，美元仍有基本面支撑。政治风险并未完全消除，欧元区货币或将在短期内面临修正，美元也将存在做多机会。**黄金：考虑博弈反弹。**美国通胀大概率将于2020年Q1-Q2缓步上行，美国经济增速则仍面临下行风险，实际利率存在压低预期。

■ **12月债市回顾：**曲线整体小幅下移，短端利率下行较多，期限利差走阔。下旬，流动性偏宽松推动债市利率下行，对短期利率影响明显，1年国债利率快速下行约25bp，对长端利率影响稍弱，10年国债利率下行约6bp。

■ **2020年1月债市前瞻：**我们认为债券市场仍会受到利空因素的挑战，或继续呈现偏震荡的行情，有向上的风险，交易机会还需要等待。1月债市会受到哪些挑战？一是流动性利好将逐渐消退；二是债券供给压力增大；三是明年年初经济企稳预期在加强。

■ **12月股市普涨。**本月以来A股各板块呈现普涨态势，其中中小创上行幅度最大。从市场对A股盈利预期来看，虽然12月预测仍处负区间，但较前值小幅提升，反映出当前市场对企业盈利改善的预期出现阶段性改善。估值方面，12月以来各板块估值表现不一，上证50、沪深300估值阶段性改善，而中证500、创业板指有不同程度的调整。

■ **2020年1月股市前瞻。**股市短期或面临诸如解禁潮、类滞胀等压力，1月下旬解禁规模对资金面供给的冲击将加大，但企业盈利的阶段性改善以及估值具备相对优势或能形成一定程度的支撑，在多空因素交织的环境下，短期股市更多或将震荡态势运行。

■ **风险提示：**上市公司业绩超预期下行风险；中美博弈升级风险；外围市场大幅调整风险。

刘东亮

资本市场研究所主管

☎：0755-82956697

✉：liudongliang@cmbchina.com

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

朱肖炜

资本市场研究员

☎：0755-83169193

✉：alphonsezhucmbchina.com

目录

一、海外市场.....	1
（一）海外资产回顾.....	1
（二）海外投资重点.....	1
（三）海外资产展望.....	3
二、债券市场.....	1
（一）12 月回顾和 1 月展望	6
（二）信用违约追踪.....	8
（三）债券发行情况追踪.....	9
三、股票市场.....	13
（一）行情回顾.....	13
（二）股市流动性追踪.....	14
（三）股市点评.....	18

图目录

图 1: 美联储资产负债表扩张.....	2
图 2: 欧央行为货币政策目的持有证券项目扩张.....	2
图 3: 美联储对回购市场的呵护.....	2
图 4: 权益市场在扩表推动下不断上行（指数化）.....	2
图 5: 海外投行对美国实际 GDP 增速的预测.....	3
图 6: 海外投行对美国核心 PCE 的预测.....	3
图 7: VIX 出现抬升.....	4
图 8: PMI 仍处于回落区间，关注超预期信号.....	4
图 9: 1 月隐含政策利率暗示按兵不动.....	4
图 10: 美债利率近期围绕 1.7%-1.95% 区间震荡.....	4
图 11: 12 月美欧经济意外指数之差进入负区间.....	5
图 12: 欧洲地区 PMI 明显回落.....	5
图 13: 中美利差小幅回落.....	6
图 14: 结售汇逆差维持低波动.....	6
图 15: 黄金 vs 美元指数（逆序）.....	6
图 16: SPDR 黄金 ETF 持有量上行.....	6
图 17: 12 月 10 年国债、国开债利率震荡中向下.....	7
图 18: 12 月 10-1Y 国债、国开债利差走阔.....	7
图 19: 12 月下旬，流动性宽松，资金利率触及年内最低点.....	8
图 20: 2019 年 Q4 利率债供给回落.....	8
图 21: 12 月债券发行情况一览.....	10
图 22: 12 月国债净融资量环比上升.....	10
图 23: 12 月政策性金融债净融资量环比上升.....	10
图 24: 12 月地方债融资规模环比上升，处于相对低位.....	11
图 25: 12 月同业存单净融资额环比上升.....	11
图 26: 12 月存单利率先平后下.....	11
图 27: 12 月信用债发行规模、净融资额环比下降.....	12
图 28: 12 月各大指数表现.....	13
图 29: 12 月 A 股涨跌幅分布区间.....	13
图 30: 12 月各行业板块均上涨.....	13
图 31: A 股净利润同比增速预测.....	14
图 32: 12 月各板块估值走势.....	14
图 33: 各大指数估值曲线.....	14
图 34: IPO 家数与募集金额较上月增加.....	15
图 35: 增发及配股家数与募集资金较上月减少.....	15



图 36: 本月重要股东增减持行业情况.....	16
图 37: 新成立股票、偏股型公募基金规模情况.....	16
图 38: 两融余额环比上月增加.....	17
图 39: 两融交易额占 A 股成交额环比上升	17
图 40: 12 月北上资金流入增加	17
图 41: 全 A 年度解禁规模情况.....	18
图 42: 2020 年全 A 解禁节奏	18
图 43: 近十年全 A 月度解禁规模情况.....	18

表目录

表 1: 大类资产表现回顾（截至 2019 年 12 月 27 日）.....	1
表 2: 12 月债券违约情况一览	8



一、海外市场

(一) 海外资产回顾

受益于中美达成第一阶段贸易协议（原定于 12 月 15 日征收的关税暂缓同时对 9 月 1 日起加征关税的 1200 亿美元产品的关税税率从 15% 降低至 7.5%），英国保守党单独组阁令软脱欧确定性进一步上升，2020 年美国加息时点推迟，美联储对于回购市场的流动性呵护等，海外大类资产仍然延续着风险偏好改善的路径演绎，股强债弱格局并未被打破，权益市场在结构上又以新兴市场领跑；黄金在圣诞节前后出现明显反弹，一方面和美元走弱有关，另一方面或是商品市场的交易者正在担忧这种全球 Risk On 情绪的持续性。汇率方面，美元走势弱于非美货币。首先，英国大选保守党获得全胜，硬脱欧尾部风险再度边际减弱，欧元区经济意外指数也有所增强，欧元区汇率表现强势。此外，随着中美贸易冲突的边际缓和，人民币汇率也有所走强。

表 1：大类资产表现回顾（截至 2019 年 12 月 27 日）

大类资产	名称	本月以来 (%)	本季度以来 (%)	今年以来 (%)
权益	MSCI 发达市场	2.72%	7.69%	25.54%
	MSCI 新兴市场	6.05%	9.69%	15.72%
	道琼斯工业平均指数	2.12%	6.42%	22.80%
	标准普尔 500 指数	3.15%	8.84%	29.25%
	纳斯达克综合指数	3.94%	12.59%	35.74%
	上证综合指数	4.63%	3.44%	20.50%
	伦敦金融时报 100 指数	4.06%	3.19%	13.63%
	巴黎 CAC40 指数	2.24%	6.33%	27.62%
	法兰克福 DAX 指数	0.76%	7.31%	26.31%
	东京日经 225 指数	2.33%	9.57%	19.10%
	恒生指数	7.13%	8.18%	9.21%
	圣保罗 IBOVESPA 指数	7.67%	11.25%	32.59%
大类资产	名称	本月以来 (BP)	本季度以来 (BP)	今年以来 (BP)
利率	美国 10Y	10.00	20.00	-81.00
	中国 10Y	-3.58	-1.19	-9.73
	英国 10Y	11.59	34.54	-47.93
	法国 10Y	10.10	32.80	-65.20
	德国 10Y	13.00	33.00	-49.00
	日本 10Y	6.40	19.50	-4.80
大类资产	名称	本月以来 (%)	本季度以来 (%)	今年以来 (%)
贵金属	黄金	3.07%	2.52%	17.97%
	白银	4.24%	4.67%	14.59%
大类资产	名称	本月以来 (%)	本季度以来 (%)	今年以来 (%)
汇率	美元	-1.30%	-2.41%	0.97%
	人民币	0.38%	1.98%	-1.94%
	日元	0.08%	-1.23%	0.14%
	英镑	1.09%	6.31%	2.48%
	欧元	1.42%	2.54%	-2.54%

资料来源：Wind、Bloomberg、招商银行研究院

(二) 海外投资重点

1) 流动性继续改善

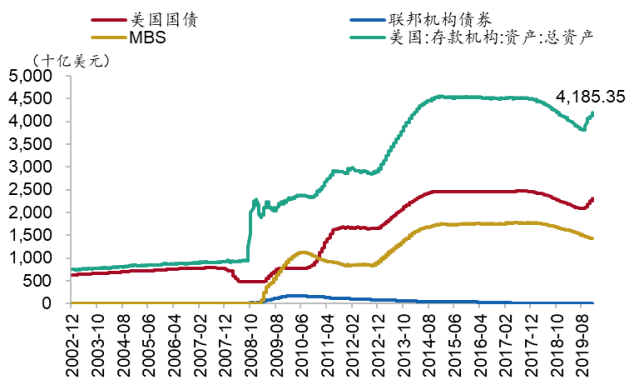
美联储从 10 月中旬开始的 600 亿美元短期国库券的购买为资产负债表带来了 1872 亿美元的增量，欧央行从 11 月开始的 200 亿美元的 QE 操作也为其资产负债表中的“为货币政策目的持有的证券”项目带来约 350 亿欧元的增量。



此外，为了避免再次出现 9 月回购利率飙升的流动性风险事件，美联储不断向货币市场释放流动性，SOFR 利率受此影响在年底呈现低波动走势。

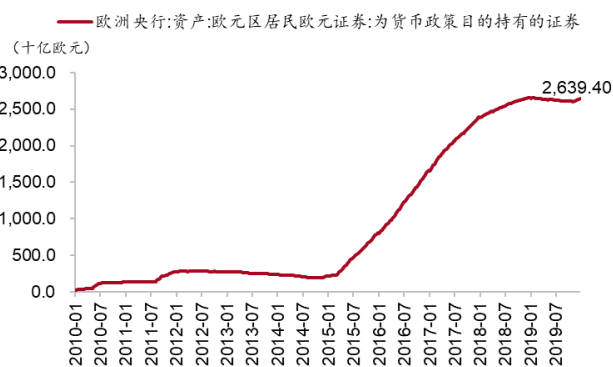
由于全球经济周期依然向下，央行货币政策也将沿着宽松路径演绎，但是政策重点或将从调息进入到扩表，也就是价向量的转变。随着全球流动性围绕着“量”的继续改善，权益资产受此推动延续上涨，美债利率期限结构也在长端利率反弹且短端利率维持低位的背景下出现陡峭化特征。

图 1：美联储资产负债表扩张



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：欧央行为货币政策目的持有证券项目扩张



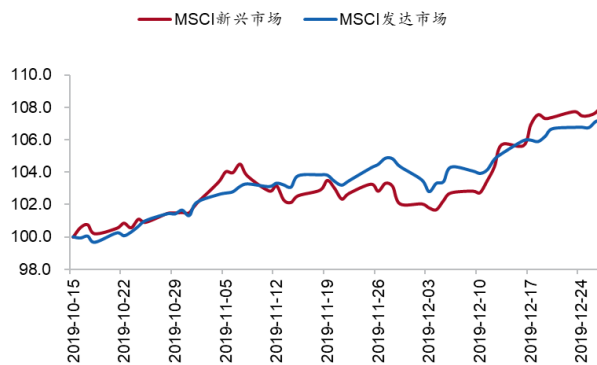
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 3：美联储对回购市场的呵护



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：权益市场在扩表推动下不断上行（指数化）



资料来源：Wind、招商银行研究院

2) 美国 Q1 的经济象限：经济回落叠加通胀上行

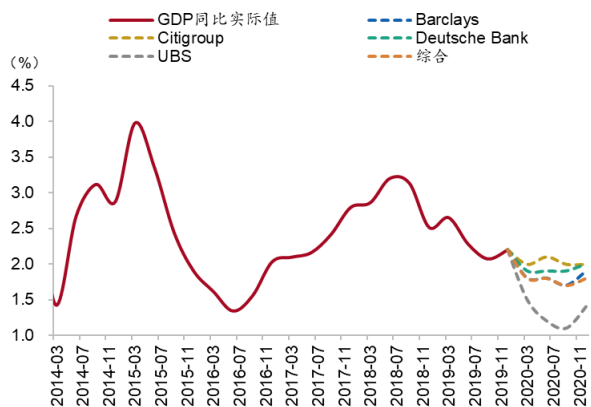
从趋势上来说，随着美国财政政策的刺激效果逐渐减弱，周期因素叠加贸易摩擦影响，制造业颓势将进一步蔓延至服务业等其他行业。预计美国经济增速将在 2020 年继续放缓。通胀方面，失业率是核心 PCE 的内生冲击，在失业率缺口转负时往往对应着核心通胀的上行，这是未来美国通胀上行的基准情形。

从节奏上来说，海外主要投行对于美国经济增速的判断为 Q1-Q2 仍然呈现回落走势，通胀则出现走高；Q3-Q4 经济增速有企稳的可能，通胀的预测则



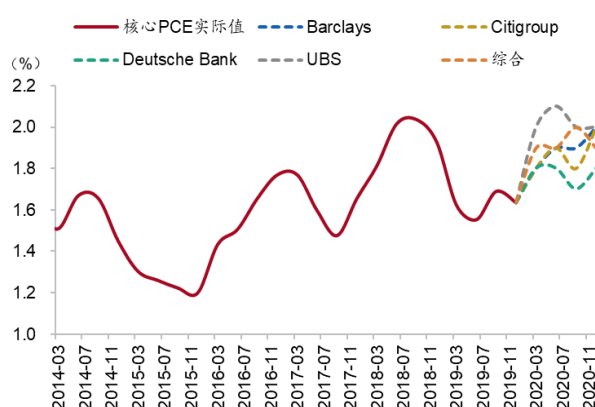
略有分歧。也就是说，从短周期角度来看，起码在一季度美国经济的周期象限大概率将落入经济回落叠加通胀上行的区间当中（通胀突破 2% 的概率较小）。这也将成为短期资产配置的基础之一。

图 5：海外投行对美国实际 GDP 增速的预测



资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

图 6：海外投行对美国核心 PCE 的预测



资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

（三）海外资产展望

1) 美股：关注 12 月 PMI

虽然美国 11 月 PMI 超预期回落导致美股出现阶段性的下跌，但是在中美达成第一阶段贸易协议以及欧美央行扩表的推动下，美股在 12 月依然强势。

短期来说，我们认为推动美股的两大因素来自于流动性在量级层面的宽松以及贸易摩擦暂缓对于交易情绪的推动。对于 1 月来说，流动性层面，推动美股强势的流动性量级宽松在美联储的扩表动作下仍将维持。风险偏好层面，市场对于贸易摩擦暂缓的预期计入我们认为已经相对充分，叠加后续第二阶段贸易协商面临的困难更大，我们认为事件性的推动力或开始边际走弱。盈利层面，由于市场对于未来美国经济增速进一步下滑的预期相对一致，市场分歧在于下行幅度，也就是说，预期内的盈利增速下滑对于权益市场的影响或偏中性。因此，我们需要关注 12 月 PMI 数据是否有超预期的现象，若 PMI 出现超预期下行，预计美股市场也将再次出现阶段性的回落。

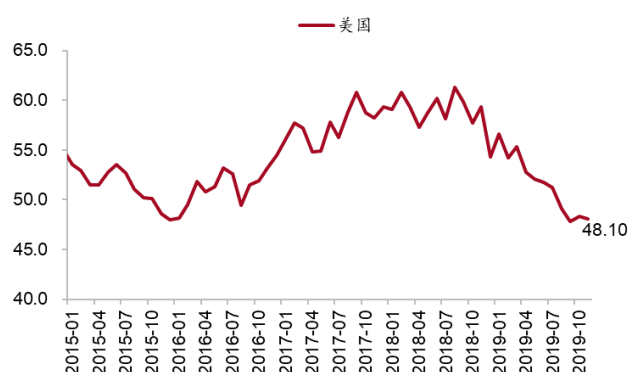
综合来说，这种全球 Risk On 的趋势性情绪目前尚未看到确切的逆转信号。但是我们仍然需要关注市场信号中的异常点，包括在美股创新高背后 VIX 波动率的抬升、风险资产普涨背后黄金的强势反弹等等。换言之，美股目前计入的乐观预期已经相对饱和，想要进一步上行或需要更多超预期因素的推动。

图 7: VIX 出现抬升



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 8: PMI 仍处于回落区间, 关注超预期信号



资料来源: Wind、招商银行研究院

2) 美债: 尚未脱离震荡区间

美联储 12 月议息会议宣布按兵不动符合市场预期, 点阵图显示联储官员预计明年全年将维持利率区间不变, 美债长端利率整体仍处于 1.7%-1.95% 区间震荡, 暂时失去趋势性动力。

对于美债利率来说, 我们认为其短期内仍将维持区间震荡行情, 趋势性交易的机会不强。从美债利率的影响因子来看, 利率端主要受到经济增速、通胀预期以及美联储货币政策等因素的影响。考虑到美债利率在短期内面临的宏观环境为美国经济增速温和和回落以及通胀缓步上行, 叠加美联储 1 月议息会议大概率按兵不动, 美债长端利率整体或仍将处于 1.7%-2.0% 的区间震荡。对于美债利率的 1 月交易策略我们总结如下: 若利率向上接近 1.9%-2.0% 区间时, 可以考虑择机做多; 若利率下破 1.7%-1.75% 区间时则考虑抛空。

图 9: 1 月隐含政策利率暗示按兵不动

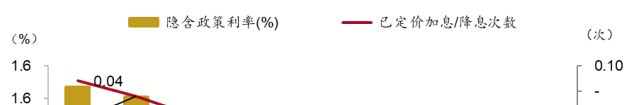


图 10: 美债利率近期围绕 1.7%-1.95% 区间震荡



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_8035

