

否极泰来

相对市场表现

——疫情拐点之后的中国经济展望

核心观点：

一季度大类资产走势与中国经济基本面存在背离，我们认为纯粹基于宏观基本面的美林投资时钟可能需要修正——影响权益市场风险溢价的因素需要被纳入考虑。由于疫情拐点之后中国经济有望明显回升，且在美联储政策调整可能先鹰后鸽的情况下，2022年初以来推升股票风险溢价的因素可能在未来有所弱化，我们认为权益资产和中国经济可能会同步反弹。当然，债券市场可能仍会持续调整。

投资要点：

➤ 反思今年以来的大类资产配置观点

今年年初降息之后我们对权益市场转向乐观，而对债券市场则转向谨慎。目前看来，一对一错。债券利率整体上行趋势未改，反映出投资者依旧对宽信用和经济企稳有较强预期，权益市场则出现大幅下跌。我们认为股票市场可能因俄乌局势、美股调整、人民币汇率等多方面因素推升风险溢价而与经济基本面产生背离。美林投资时钟的分析框架需要修正。

➤ 疫情或导致经济4月探底，但是疫后回升可期

从经济基本面来看，虽然疫情严重冲击短期经济，但是伴随着上海复工复产经济可能已经在4月见底，并有望持续回升。我们不仅仅观察到领先指标社融存量同比增速持续上行；我们还认为地产在一二线城市可能出现的供需失衡或将带动房价上涨，进而带动地产投资超预期修复。此外，2022年明显扩张的广义财政赤字将继续支持基建投资；工业企业较高的ROA有望对制造业投资构成支撑；疫情后消费也有望触底反弹；出口虽有下行压力，但是内外需总体而言，经济仍将企稳回升。实际上，政策还可能进一步加码推动经济加速反弹。

➤ 对股债走势的看法

我们认为股票表现和经济基本面的背离可能不会持续。除了经济回升提升企业盈利利好权益市场之外，我们对美国经济的研究显示联储货币政策可能先鹰后鸽，未来加息的力度可能会弱于市场一致预期。这意味着美股调整和人民币汇率贬值的风险都较市场一致预期更小，叠加国内政策的积极和对平台企业整顿告一段落，股票市场风险偏好可能也会回升。我们认为A股可能和经济同步反弹。当然，我们认为债券可能仍会持续调整。

➤ 风险提示

地产出现重大风险，政策不及预期，疫情反复，中美关系恶化，海外经济恶化超预期。

分析师 樊磊

执业证书编号：S0590521120002

电话：

邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

1、《失业率持平，劳动参与率下降》— 2022.05.08

2、《2022 下半年海外宏观展望》— 2022.05.07

3、《加息 50 基点，6 月缩表，鹰中带鸽》— 2022.05.05

正文目录

1	反思今年以来的大类资产配置观点	4
1.1	疫情严重冲击了经济基本面吗?	4
1.2	反思美林投资时钟	5
1.3	股票市场为何与经济基本面背离?	5
2	疫情导致短期经济明显下滑	10
2.1	生产持续回落	10
2.2	需求仍显疲软	12
3	经济正在见底并有望明显回升	16
3.1	疫情拐点已经出现	16
3.2	领先指标社融存量同比增速企稳	17
3.3	总需求的主要分项有望回升	17
3.4	CPI 可能回升, 但影响有限	23
4	“稳增长”政策进一步加码	24
4.1	货币政策: 结构性政策担纲	24
4.2	财政政策: 扩赤字是关键	25
4.3	地产政策: 因城施策进一步放开	26
4.4	优化疫情防控和平台经济整顿告一段落	27
5	对股票和债券走势看法	28
	风险提示:	28

图表目录

图表 1: 10 年期国债收益率	4
图表 2: 上证综合指数	4
图表 3: Wind 一致预期	5
图表 4: 美林时钟	5
图表 5: 持有 CNH 一年回报 vs 1 年期美国国债回报	6
图表 6: 人民币资产的风险溢价	6
图表 7: 主要股票指数同步波动 (2013 年初=100)	7
图表 8: 单一全球因素与 VIX 指数有密切的关联	7
图表 9: 标普的 VIX 指数持续回升	8
图表 10: 人民币汇率贬值与股市下挫	8
图表 11: 汽车半钢胎开工率回落相对较为明显	10
图表 12: 247 家钢铁高炉开工率与近年同期相当	10
图表 13: PTA 开工率大幅回落	11
图表 14: PTA 江浙织机负荷率低于历史同期	11
图表 15: 水泥发运率 3 月下旬显著低于历史	11
图表 16: 石油沥青装置开工率年后维持在低位震荡	11
图表 17: 沿海八省日均耗煤量 4 月以来下滑明显	11
图表 18: 3 月以来观影人次持续下降	12
图表 19: 乘用车销售 4 月连续两周同比下降超 30.0%	12
图表 20: 30 大中城市商品房成交面积处于近年同期最低水平	13
图表 21: 100 大中城市成交土地占地面积负向增长	13
图表 22: 100 大中城市成交土地溢价率维持在低位	13
图表 23: CCFI4 月以来有所回落	14
图表 24: BDI 近日略微回升	14

图表 25: 八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比持续回落	14
图表 26: 中国 GDP 同比增速及预测	15
图表 27: 中国 GDP 产出缺口及预测值 (4Q19=0)	15
图表 28: 上海疫情显现出自高点回落的趋势	16
图表 29: 剔除上海的疫情于 3 月底 4 月初出现拐点	16
图表 30: 整车货运流量指数小幅回升 (七日平均)	17
图表 31: 快递及物流指数小幅回升 (七日平均)	17
图表 32: 社融同比领先名义 GDP 同比增长	17
图表 33: 中国住宅库存去化周期	18
图表 34: 地产公司的违约和出清限制住宅供应	19
图表 35: “三道红线监管”导致地产公司资产负债表缩表限制住宅供应	19
图表 36: 2020 财政赤字 vs 2022 财政赤字	20
图表 37: 基建投资同比增速	20
图表 38: 工业企业较高的 ROA 有望对制造业投资构成支撑	21
图表 39: 疫情导致人均可支配收入/消费支出下降	22
图表 40: “更多储蓄”意愿占比一季度突破前高	22
图表 41: 3 月出口环比季调增速大幅负增长	23
图表 42: 中国 CPI 和核心 CPI	23
图表 43: 中国调查失业率显著回升	24
图表 44: 青年失业率的国际比较	24
图表 45: 人民银行再贷款利率	25
图表 46: 中央财经委员会第十一次会议提出全面加强基础设施建设	26

1 反思今年以来的大类资产配置观点

在今年年初降息之后，我们对大类资产配置的观点进行了调整。考虑到稳增长的措施持续发力，经济正在触底，我们对权益市场转向相对乐观，而对债券市场特别是长期国债市场则持有看空态度（《中国降息短评》）。

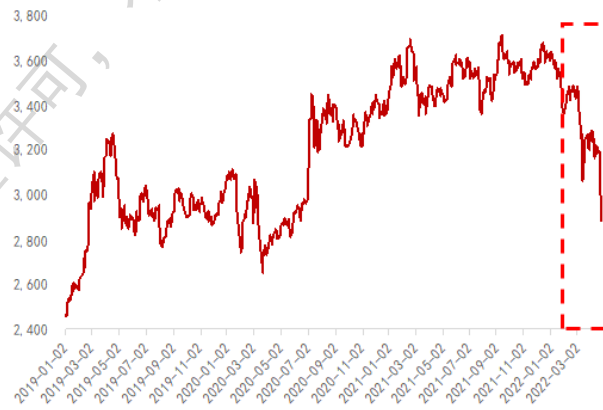
目前看来，我们对于债券市场的判断大体上还是准确的，但是对于股票市场而言，则错的离谱。1月下旬以来 10 年期债利率虽有震荡，但是整体上行；反过来，股票市场却是大幅下挫，沪指甚至一度跌破 2900 点。为什么会出现这种情况呢？

图表 1：10 年期国债收益率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：上证综合指数



来源：Wind，国联证券研究所

1.1 疫情严重冲击了经济基本面吗？

对于股票市场大幅下跌的一个解释是疫情意外扩散等因素严重的冲击了经济的基本面，导致了股票市场的超预期调整。但是，疫情的冲击如果确实导致对经济预期转向悲观，那么债券市场也应该有所体现——实际上 10 年期国债收益率虽然因为疫情影响有所震荡，但是并未改变其整体上行的趋势，反映出投资者依旧对宽信用和经济企稳有较强预期。

从 Wind 一致预期来看，市场确实下调了对 3 月份和二季度中国经济增长的预测，但是对下半年 GDP 预测仍是在 5.5% 左右，也就是坚持认为经济会出现明显反弹。

图表 3: Wind 一致预期

预测日期	2022 年第二季度	2022 年第三季度	2022 年第四季度
5 月 2 日预测	4.5	5.6	5.6
4 月 15 日预测	5.1	5.8	5.6

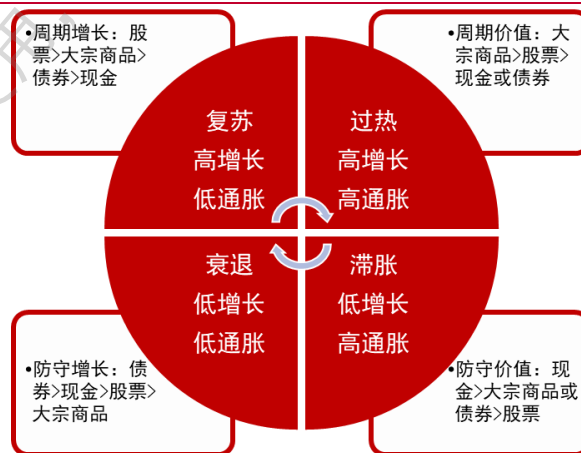
来源: Wind, 国联证券研究所

考虑到股票市场的定价以现金流折现为基础,而经济增长直接影响企业盈利。如果仅有几个月的经济预测下调,也就是企业盈利只会经历一个长度仅有几个月脉冲式冲击,对股票价格的影响也应该是比较有限的——与对长期国债定价的影响类似。

1.2 反思美林投资时钟

在经济触底企稳阶段权益市场出现的大幅下跌促使我们反思美林投资时钟的大类资产配置框架——这一框架把经济基本面(经济周期)和资产配置选择联系起来。

图表 4: 美林时钟



来源: Wind, 国联证券研究所

按照美林时钟理论,在经济触底和企稳阶段,由于对未来的经济和企业盈利预期逐步改善,且货币政策的宽松状态有助于维持较低的利率水平。股票市场自然应该有不错的表现。然而近三个月以来中国股票市场的大幅下挫告诉我们,这个分析框架可能漏掉了非常重要的一些因素。

1.3 股票市场为何与经济基本面背离?

从现金流折现模型的视角来看,这个被忽略的因素可能是风险溢价——与投资者的情绪有很大关系。我们认为今年一季度以来有三大原因可能导致了 A 股风险溢价的大幅上升。A 股市场也因此与经济的基本面以及主要考虑经济基本面的美林时钟分析框架所预测的表现发生背离。

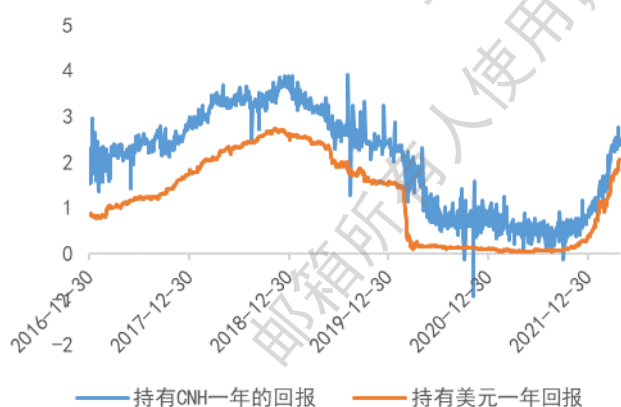
➤ 地缘政治环境恶化提升中国资产风险溢价

2022 年 2 月俄乌冲突爆发以来，对国际局势造成巨大冲击，并使得中国地缘政治环境恶化。一方面，中国和俄罗斯相对较为紧密的双边关系增加了中国和西方国家关系全面走向对立的风险——如果这种情况出现，中国和西方国家的双边关系面临比中美贸易摩擦更加严峻的局面。另一方面，如果俄罗斯在冲突中被彻底削弱甚至出现政权更迭，中美博弈中中国可能也会面对更加严峻的外部环境。

数据显示地缘政治环境的恶化提升了中国资产的风险溢价。在没有资本管制的离岸人民币市场提供的回报与美国国债之差为我们提供了市场对于人民币资产风险溢价的评估：投资者可以将持有的 1 美元按照期汇率转换成离岸人民币，并且按照一年期 Hibor 利率获取回报；同时，在换汇当日该投资者可以通过 CNH 一年期远期汇率锁定人民币换回美元的价格；最终获得的回报就是以美元作为基准离岸市场人民币的回报。其与一年期美元国债的利差大致可以反映出市场对于人民币低风险资产的风险溢价。

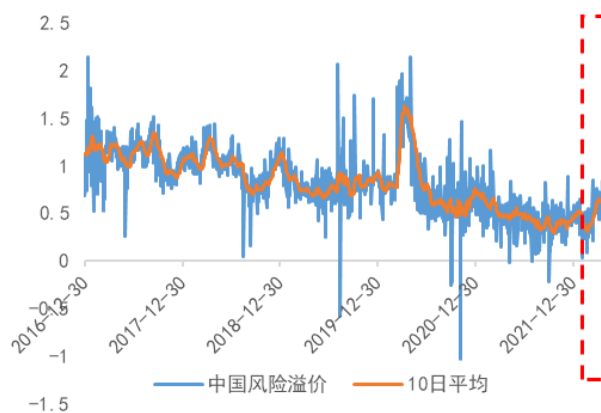
我们计算的人民币资产的风险溢价自二月底以来出现了明显的上升——与俄乌冲突爆发的时间大体保持一致。

图表 5：持有 CNH 一年回报 vs 1 年期美国国债回报



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：人民币资产的风险溢价



来源：Wind，国联证券研究所

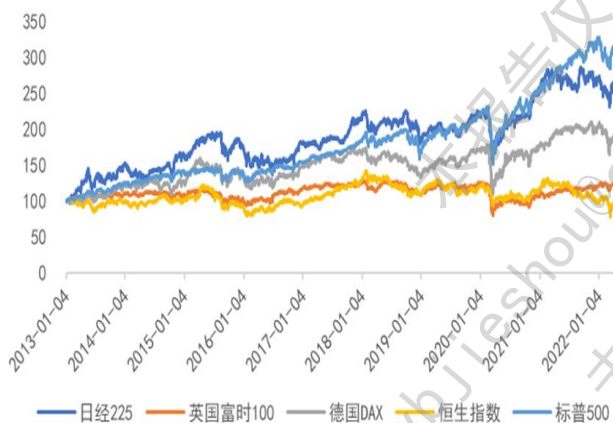
➤ 美股调整与 A 股风险偏好下行

我们注意到，近期美股市场的下跌也常常拖累 A 股。由于美国通胀显著超预期，美国货币政策的剧烈调整正在引发投资者对于美国经济放缓、滞胀等方面的担忧，美股的调整不足为奇。但是为什么 A 股也跟随剧烈调整呢？

一种解释当然是美国经济的下滑肯定也会通过贸易等渠道影响中国经济的基本面，并引发股市下跌。但是如果确实如此，那么债券市场肯定也会有所反映。十年期国债自 1 月以来的震荡上行显然说明即使出口可能走弱，投资者对中国经济的前景也并不悲观。

我们认为一个更重要的解释可能是风险偏好的全球传染（《汇率弹性，金融周期与美联储货币政策正常化》）。研究表明，不仅仅中美股票市场之间，全球主要股票指数之间，乃至全球各类风险资产之间都存在非常广泛的同步波动的趋势。例如在对跨国、跨行业、跨资产类别的 858 种不同类别的风险资产价格波动的研究显示，大概有 25% 的波动可以被某一个全球单一因素（a Single Global Factor）所解释，而这个通过计量经济学方法估算出来的单一因素与美国标普指数的 VIX 指数密切相关。

图表 7：主要股票指数同步波动（2013 年初=100）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：单一全球因素与 VIX 指数有密切的关联

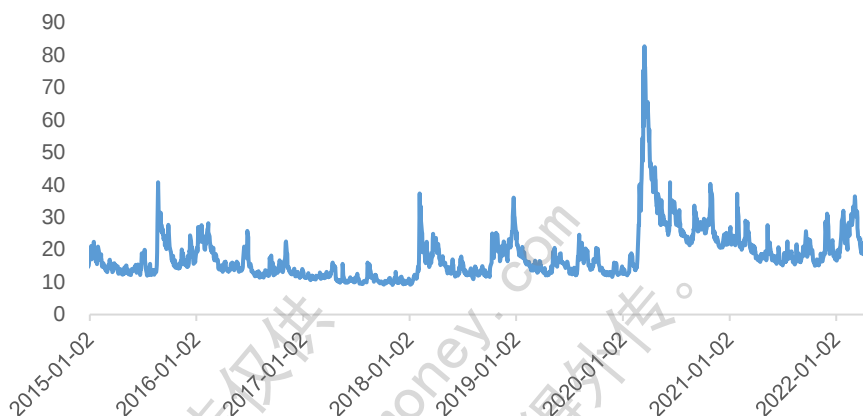


来源：Rey, H. (2013). Dilemma not Trilemma, 国联证券研究所

上述研究显示美国股票市场风险偏好的变动会向包括 A 股在内的全球金融市场扩散。当然，美国的影响力这么大肯定与美元和美国金融体系在全球的主导地位有密切关系。

从标普的 VIX 指数来看，今年以来确实已经从去年底的较低水平有明显回升。这样看来，由美股调整所引发的全球性风险偏好的下降可能也是中国 A 股市场的风险偏好下降的重要原因。

图表 9: 标普的 VIX 指数持续回升



来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 人民币汇率贬值引发风险偏好下降

我们认为人民币汇率的贬值也引发了 A 股市场风险偏好的下降。对于新兴市场国家而言, 汇率的稳定与金融稳定密切相关, 汇率不稳定常常也会造成金融体系的风险溢价上升。“811” 汇改汇率调整引发股票债券市场调整就是一个典型案例。

近期以来, 美联储货币政策的持续超预期紧缩, 叠加中国疫情爆发之后国内供给受到冲击可能导致出口下滑、贸易盈余下降等多方面因素再度引发了人民币汇率的贬值, 这可能也是近期股票市场风险溢价上升的因素之一。

当然, 汇率和股票之间的关系是个复杂的问题。一些时候, 汇率引发的风险溢价上升会导致股市下跌, 而股市下跌可能会有会进一步放大风险溢价的上升并反过来影响汇率; 有些时候, 也有可能是其他因素引发风险溢价的上升或者经济基本面恶化同时导致股票和汇率的下跌。

图表 10: 人民币汇率贬值与股市下挫

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_41350

