

2019年04月29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

从宏观面寻找资本市场锚

摘要

资本市场近期呈现多变性，从去年下半年的股跌债涨，到今年初以来的股市大涨，债市震荡，以及4月以来的债市股市先后杀跌。这种缺乏单一方向性趋势环境下，寻找市场的锚就显得非常重要，因为这是判断市场调整程度以及进行投资选择的基础。我们根据宏观经济指标和资本市场指标的经验关系，构建出资本市场所反映的宏观预期，进而通过宏观经济走势的判断，确定资本市场反映的宏观预期中枢水平，也就是资本市场的锚。

从当前情况来看，资本市场经过4月份的调整，已经反应了政策调整和经济弱平稳预期，我们认为继续调整空间有限。当前股市估值隐含未来半年工业企业盈利与1季度水平基本持平，名义GDP小幅下行。在全年经济弱平稳，政策不允许经济失稳风险再度上升情况下，我们认为再度出现明显经济悲观预期，即市场继续大幅调整可能性有限。而债市利率同样已经反应了逆周期政策回撤预期，预计随着经济乐观预期减弱，债市可能迎来阶段性上涨机会，但全年依然将延续震荡格局。

风险提示：美国经济超预期下行。

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. 企业盈利拐点尚未来临，预期变化决定市场走势 (2019-04-28)
2. 经济企稳，政策调整 (2019-04-21)
3. 实体融资需求回升，风险在于政策调整——2019年2季度银行信贷经理调研 (2019-04-21)
4. 逆周期宽松回撤，结构性调整登台——评中央政治局会议 (2019-04-20)
5. 经济企稳后政策将回撤，如何影响市场？ (2019-04-18)
6. 联储 VS 市场：谁更懂美国经济——全球央行追踪第8期 (2019-04-17)
7. 如何分析预测季度GDP：生产法的角度——数据挖掘系列(二) (2019-04-16)
8. 融资回升经济乐观预期强化，政策发力节奏存在放缓可能 (2019-04-14)
9. 实体融资持续回升的经济影响及政策启示 (2019-04-14)
10. 季节性因素推升出口，外需依然总体疲弱 (2019-04-14)

1 基本面难以解释近期资本市场变化

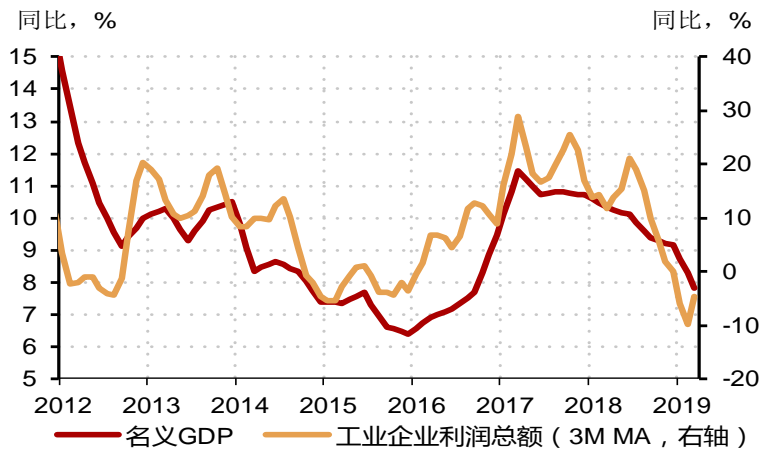
过去几个月资本市场变化加大，在多变的环境下寻找市场锚就显得尤为重要。过去一段时间资本市场多次出现方向性变化。首先是去年下半年在经济下行压力上升和其它风险暴露压制下，资本市场呈现股跌债涨格局，股市深度调整，而债券利率则跌至较低水平。1月初开始，资本市场风云突变，股市快速大幅上涨，而债市进入盘整格局。从1月初至4月初，上证综指在3个月时间内累计上涨近800点，最高攀升至3250点以上。在乐观情绪蔓延不久后，4月初开始，资本市场走势再度转变。进入股债双杀阶段。债市首先调整，10年期国债利率从3月底不到3.1%的水平快速上升至4月底3.4%以上，股市反应较慢，但调整速度快，从4月下旬开始，在5个交易日内从3271点跌至2086点，跌去近200点。近几个月资本市场多次出现方向性变化，缺乏单边趋势，把握市场走势变得困难，因而，寻找市场变化的锚，在多变的市场中获得定力和择机行动的能力，就显得尤为重要。本文试图从宏观角度寻找市场锚，为投资者在多变的市场中提供择机选择的参考。

图1：上证综指与中债总净价指数



数据来源：Wind，西南证券整理

基本面并非近期资本市场变化的直接驱动力。虽然直观理解，经济基本面是资本市场运行的锚。但事实上，近几个月基本面运行趋势并未发生变化，因而近期资本市场变化也难以简单的用基本面来解释。17年初以来，经济持续走弱，而18年以来，经济走弱有所加速，这在实际GDP增速、名义GDP增速上都有所体现，同样在直接表征企业盈利的工业企业利润总额指标上也有所体现。但这种走弱的趋势在近几个月并未发生变化。今年3月企业盈利增速虽有所回升，但更多的由于春节错位、增值税减税带来提前备货效应等短期因素冲击，趋势上依然难以改善。因而基本面难以解释近期资本市场几次方向性变化。

图 2：名义 GDP 与工业企业利润总额走势


数据来源：Wind, 西南证券整理

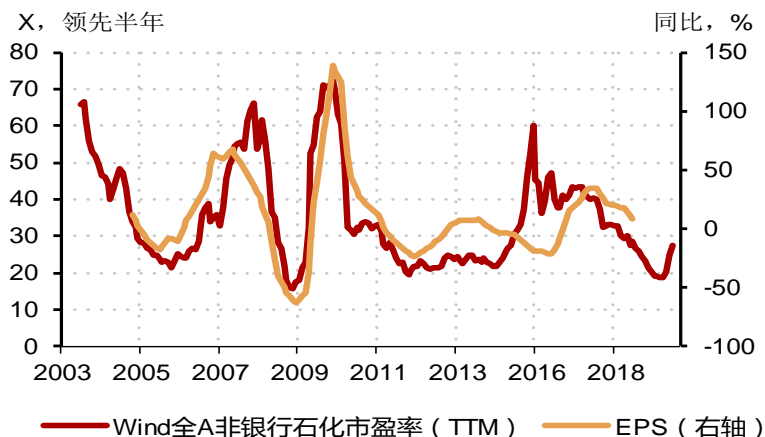
2 经济预期变化是近期资本市场波动的主要原因

预期变化是近期资本市场变化的主要驱动力。近期资本市场波动主要驱动力并非来自经济基本面，而是来自预期的变化。然而资本市场预期向来是最难观测和研究的，因而也是最难研究和判断的。好在通过经验数据，我们可以发现我国资本市场部分指标反映着对我国宏观经济走势的预期。因而我们可以通过经验数据，来获得资本市场指标与宏观预期之间的关系，然后根据目前资本市场表现来反推对宏观经济预期，然后结合对经济形势的判断，来推断资本市场预期的中枢水平，进而从宏观角度获得市场锚。

具体来说，在股市层面，我们发现估值反映着对未来半年企业盈利的预期，进而反映着对未来半年经济走势的预期。因此，我们可以根据当期估值，根据历史经验关系，获得对未来半年经济情况的预期。然后比较当下经济情况，得出对经济走势的预期。我们在此前的报告中做过详细说明¹，从经验数据上，当期 A 股非银行石油石化动态市盈率与未来半年的 EPS 具有较高相关性（图 3），而企业盈利又与名义 GDP 走势一致，因而经验数据显示 A 股根据对未来半年企业盈利预期或经济预期来确定当期估值水平。这也从侧面说明了 A 股明显的线性外推思维，即将未来半年盈利或经济走势外推至长期。因此，根据经验数据呈现的相关关系，我们可以得到当前股市隐含的未来半年企业盈利和名义 GDP 预期。

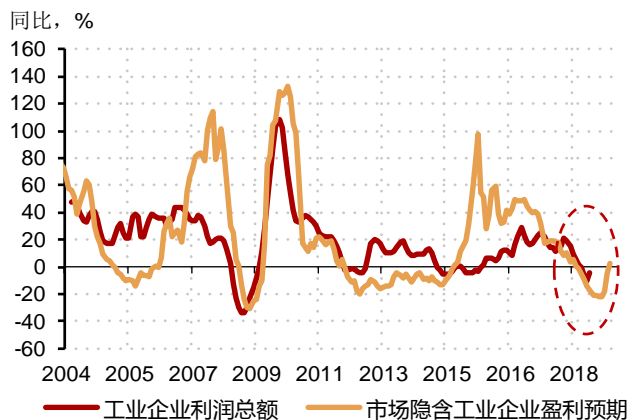
¹ 详见报告《A 股走势反应了怎样的宏观预期？——兼论 A 股未来走势》2019 年 3 月 3 日

图 3：上市企业当期估值反映着对未来半年企业盈利的预期



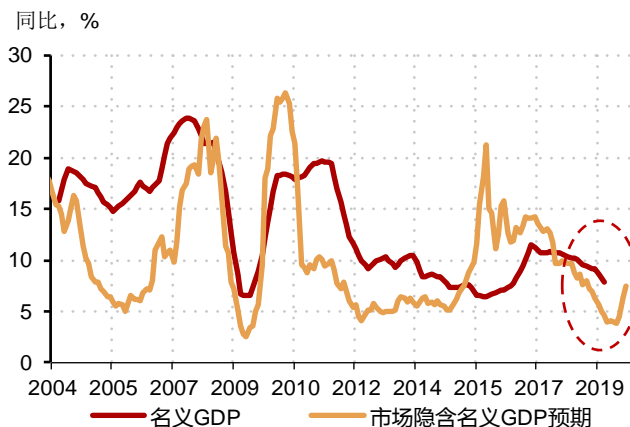
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：美国期限利差近期转负



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：美国国债收益率曲线已经完全平坦化，甚至略有倒挂

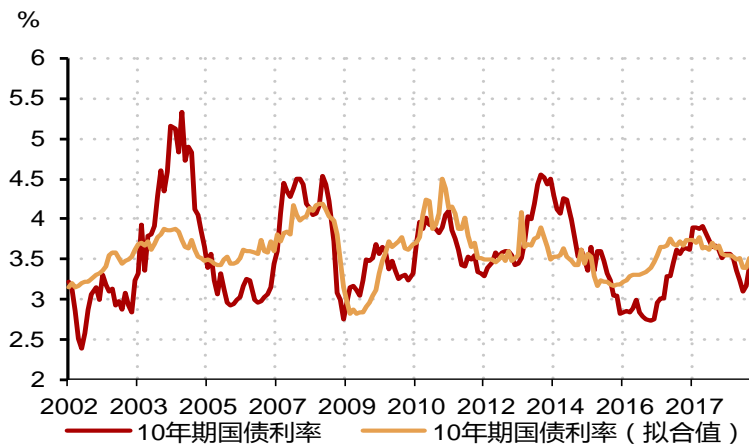


数据来源：Wind, 西南证券整理

对债市来说同样，我们可以根据债券利率与宏观指标之间的关系，来构建基本面对应的债券利率中枢值。然后根据债券利率对此中枢值的偏离，来观察债券市场隐含的宏观预期变化。我们借鉴泰勒规则，选取 CPI 与 PPI 的均值、工业增加值、R007 均值以及 R007 的月波动率来作为自变量，对 2002M1-2018M12 的 10 年期国债利率进行回归，运用回归方程进行拟合，将拟合值作为基本面和资金面所支撑的利率水平。从经验结果上可以发现，拟合结果对 10 年期国债利率有很好的解释作用，基本上解释了历次大的国债利率波动，但同时，在每轮波动中，实际利率调整均大于中枢水平波动，显示市场预期的变化大于经济基本面和资金面实际的变化。

因而，由于资本市场直接体现对经济走势的预期，而经济预期又以经济基本面为中枢，因而经济走势依然是资本市场的锚。

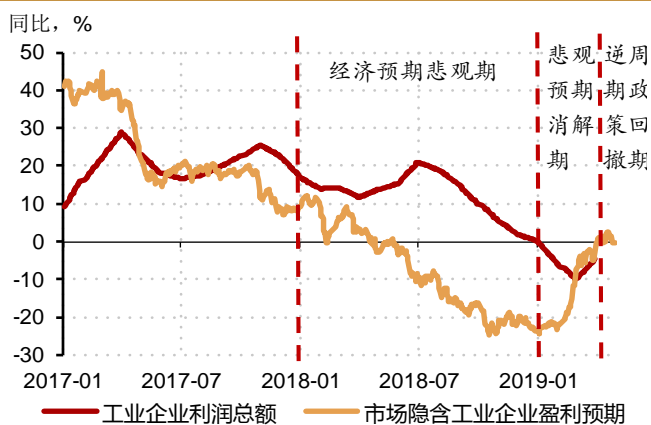
图 6：上市企业当期估值反映着对未来半年企业盈利的预期



数据来源：Wind，西南证券整理

近期资本市场变化背后，是资本市场对宏观预期由悲观向乐观，然后再度调整的过程。从股市反应的宏观预期来看，去年下半年随着经济持续走弱，市场对宏观经济预期持续走弱，这对股市持续形成压制。到今年初，股市所隐含的宏观预期已经到了非常悲观的情况，股市估值对应的未来半年名义 GDP 同比增速不足 4%，对应的未来半年工业企业盈利同步增速在 -20% 以下。而后随着多重因素改善宏观预期，经济悲观预期快速消解。到 4 月 19 日，市场估值所隐含的未来半年名义 GDP 同比增速已经达到 7.4% 的水平，工业企业盈利已经达到 2.4% 的水平。与今年 1 季度事实上名义 GDP 和企业盈利增速 7.8% 和 -3.3% 的增速相比，悲观预期已经完全修复，甚至隐含了部分企业盈利增速改善预期。因此，随着政策表态显示逆周期或将回撤，市场再度出现快速调整。

图 7：近期企业盈利与股市估值隐含企业盈利预期



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：近期名义 GDP 与股市估值隐含名义 GDP 增速预期



数据来源：Wind，西南证券整理

近期债市变化背后同样是预期变化驱动。经济悲观预期的发酵和流动性转向合理充裕形成了 2018 年的债券牛市，特别是 9 月底以来，随着经济悲观预期明显上升，债市出现快速上证态势，10 年期国债利率快速从 3.7% 下降至 3.1% 附近。但今年初以来，随着逆周期政策发力，经济悲观预期消解，债市缺乏持续上涨动力。而另一方面，经济并未明显企稳，因而宽松货币政策预期并未发生变化，所以债市调整空间有限。债市在今年年初至 3 月底基本

呈现窄幅震荡态势。但4月初以来，随着经济数据改善，对逆周期调整回撤预期上升。而后政治局会议等又将经济下行压力只要归于结构性原因，因而政策回撤预期上升推动债市从4月初开始快速调整，10年期国债利率快速从3.1%附近上升至3.4%以上。

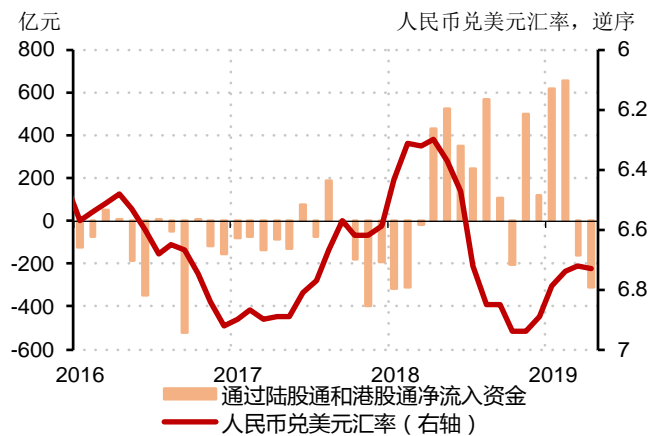
图9：10年期国债利率实际水平与基本面和资金面对应水平



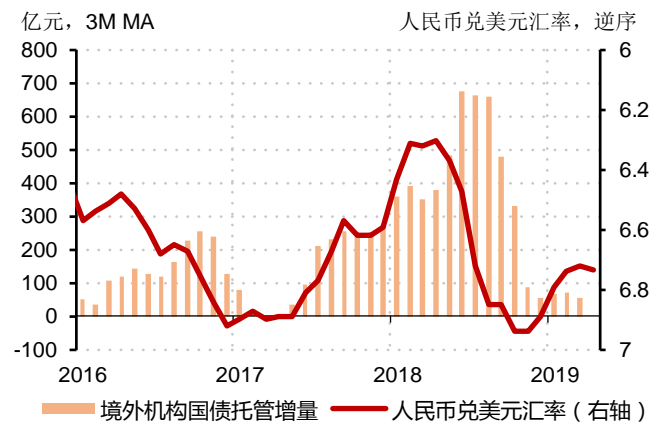
数据来源：Wind, 西南证券整理

3 国内外政策调整驱动市场预期变化

而资本市场预期变化则主要受国内外政策调整驱动。从国外政策来看，美联储政策变化带来人民币汇率变化，进而影响资本流程成为影响近期资本市场走势的关键变量之一。美联储在2018年持续加息，并保持2019年较高的加息预期次数。到2018年11月，主流的2019年加息预期依然在3次。而在此推动之下，美国10年期国债利率持续上升，11月攀升至3.2%以上的高位。美国利率上升与我国利率下行导致中美利差收窄，形成人民币兑美元持续贬值趋势，而资本也因此呈现流出态势，对国内资本市场形成压力。但随着高利率对美国经济损失的体现，2018年12月开始，美联储态度转为鸽派，很快的将2019年加息预期降至零次，并给出提前停止缩表的预期。随着美联储转为鸽派，中美利差平稳甚至小幅走阔，因而人民币兑美元汇率开始升值。在此环境之下，资本开始流入。特别是外资大量进入A股，成为年初以来股市上涨的主动动力之一。2018年11月至2019年2月，通过陆股通和港股通净流入A股的资金达1890亿元。但由于美国经济虽然趋势上在放缓，但速度相对平稳，因而美联储短期内降息可能性有限，因而联储从三月开始“鸽无可鸽”，即短期没法退出更为鸽派的措施，因而美债利率未能继续下行，同时，随着短期美股部分经济数据超预期推动美元升值，人民币兑美元汇率平稳或小幅升值，因而今年3月和4月，外资再度流出。这两个月通过陆股通和港股通净流出A股资金为469亿元，成为A股调整的压力之一。而对债市来说类似，汇率变化同样带来债市资金供给的变化，但相对来说，外资对债市影响相对低于股市。

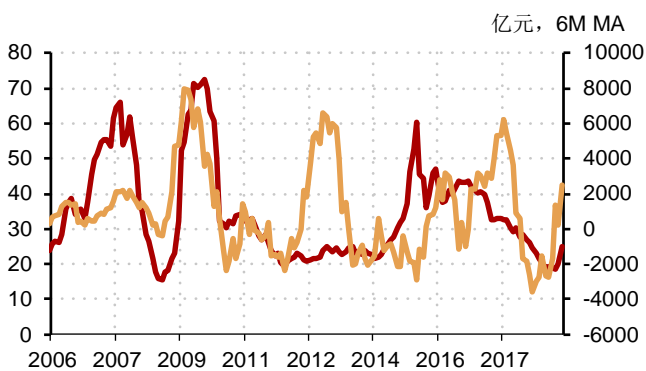
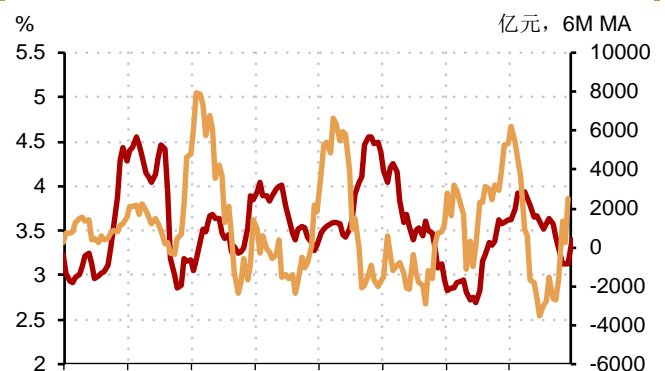
图 10: 人民币兑美元汇率与外资流入 A 股状况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: 人民币汇率与境外机构国债托管月增量


数据来源: Wind, 西南证券整理

国内政策中改变预期的主要是逆周期调节政策变化,集中体现在社融增速变化。去年去杠杆形成社融的大幅跌落,对股市形成调整压力,而形成的经济下行压力则支撑债市上涨。去年 2-3 季度,社融月均同比少增量在 3000 亿元以上。随着经济下行压力上升,逆周期调节政策开始发力。从去年 12 月开始,社融见底回升。今年 1 季度,新增社融达到创纪录的 8.2 万亿元,同比多增 3.3 万亿元,月均同比多增 1.1 万亿元。社融回升改善了经济预期,因而股市开始上涨,而债市呈现攀升。但随着经济企稳,逆周期政策开始回撤预期上升。同时,由于社融增速明显高于名义 GDP 增速,对社融继续回升预期下降。因而,从 4 月开始逆周期政策回撤预期上升,经济乐观预期弱化,因此出现股债双杀格局。

图 12: 社融增速与股市估值变化

图 13: 社融增速与 10 年期国债利率变化


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_12844

