

宏观研究/深度研究

2019年03月15日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 010-56793961
联系人 chengqiang@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：美国经济的顶就是新兴市场的转机》2019.03
- 2《宏观：美国经济面面观》2019.03
- 3《宏观：何为金融供给侧改革？》2019.02

不是资金杠杆而是信息杠杆

核心观点

2019年以来，市场冬尽春归否极泰来的演绎超出预期，外资回流孕育赚钱效应，进而吸引散户入场促发本轮股市上涨。参考在监管层打击非法配资时，2015年6月股市大幅下跌的经验，本轮股市上涨不能再出现“杠杆牛”，即各主体都很难大幅加杠杆，此时大量资金只能是散户快速进场而为。散户为何进场如此快？我们认为，智能手机和社交软件的快速发展和广泛渗透使信息出现几何式快速传播，我们称之为“信息杠杆”，其能够强化散户投资者的羊群行为、放大市场波动率。

冬尽春归否极泰来的演绎超出预期，外资赚钱效应带动散户入场

美国经济出现顶部特征，资产价格表现钝化源于市场认知调整需要一个过程，美国、美联储货币政策及美元逐步趋弱，比差逻辑下中国占优，外资回流利好中国和人民币资产。2019年以来，市场冬尽春归否极泰来的演绎超出预期，外资回流趋势明显，带动流动性和估值提升孕育赚钱效应，赚钱效应吸引散户资金入场促发本轮股市上涨。回顾此前开始于2005年及2014年的牛市行情，赚钱效应皆是带动散户资金入场的重要因素。

2015年股灾的教训就是不能再出杠杆牛，这次的情况如何？

我们认为2015年股灾的爆发，与当时投机性资金非理性大幅加杠杆有较强的关联。参考在监管层打击非法配资时，2015年6月股市开始大幅下跌的经验，本轮股市上涨同样不能再出现“杠杆牛”，如果杠杆积累，一旦监管去杠杆预期出现，就可能会重现杠杆资金快速出逃，对股市形成较大冲击。我们认为，截至2019年3月上旬，随着资管新规等严监管、去杠杆措施出台，受监管主体很难再出现大量配资，两融、理财资金、信托、P2P等渠道资金暂未出现大幅回升。目前只有民间渠道可能存在一定的配资，我们认为目前的非理性杠杆资金体量还远无法与2015年相比。

既然各主体都很难大幅加杠杆，市场为何上涨如此剧烈？

与2015年牛市不同，我们认为产业资本、金融机构、散户都很难大幅加杠杆，此时大量的资金只能是散户快速进场而为。散户为何进场如此之快？我们认为，智能手机和社交软件的快速发展和广泛渗透使得信息出现了几何式快速传播，我们称之为“信息杠杆”，区别于借贷资金的杠杆，信息杠杆是一种虚拟的杠杆，能够强化散户投资者的羊群行为。2018年，微信月活用户量已稳定在10亿，较2013年初增长4.6倍，正因社交软件的广泛普及应用，熟人社交带来的信息高速传递使得公众对市场的关注热度大幅走强，近期新开户数目和散户资金净流量均直观体现散户入市。

信息杠杆提高了否极泰来的速率

尽管资产管理机构蓬勃发展，我国仍是散户为主导的市场。专业投资者与散户之间以及散户与散户之间信息的快速传播，尤其是信息杠杆的放大效应，使得市场波动率放大，我们认为，降低市场波动，维护资本市场稳定的未来根本解决方式还是让社保基金、养老基金等中长期资金占据市场主导地位。目前来看，市场的赚钱效应与信息杠杆传播速率快，信息杠杆正在提高否极泰来的速率。

风险提示：美股大幅下跌；A股超预期下行，投资者需要做好风险防范。

正文目录

冬尽春归否极泰来的演绎超出预期.....	3
美国一枝独秀到全球重回再平衡，比差逻辑下外资看好中国	3
外资的赚钱效应吸引散户大量进入市场.....	4
回顾过往两次较大规模的牛市，前期赚钱效应带动散户资金入场有望促发牛市行情5	
2015 年股灾的教训就是不能再出杠杆牛，这次的情况如何？	7
既然各主体都很难大幅加杠杆，市场为何上涨如此剧烈？	10
信息杠杆提高了否极泰来的速率	14

图表目录

图表 1：个人消费和私人投资仍是 2018 年四季度经济的重要支撑，净出口延续负向拖累，政府支出及投资拉动作用弱	3
图表 2：美国新一轮朱格拉周期已经见顶回落	3
图表 3：2006 年至 2008 年初，外生流动性促使我国出现价值重估牛市	4
图表 4：2019 年以来陆港通资金净流入显著增多（亿元）	5
图表 5：2019 年以来外汇储备及 RQFII 投资均显著回升.....	5
图表 6：2019 年以来，两市交易量及市盈率明显拉升.....	5
图表 7：新增投资者及基金指数显示散户资金入场积极性较高	5
图表 8：2005 年人民币汇改后汇率升值，A 股开始走牛	6
图表 9：2005 年起，外生流动性宽松为牛市奠定价值重估和流动性基础.....	6
图表 10：赚钱效应吸引散户资金入场推升牛市行情	6
图表 11：2006 年前后 A 股估值开始显著提升	6
图表 12：两融资金余额与上证指数一同在 2015 年 6 月见顶	7
图表 13：沪深两市的融资买入、卖出额从今年 1 月底开始的确出现了较为明显的回升 8	
图表 14：两融余额回升的幅度相对有限	8
图表 15：从 2017 年中~2018 年末，银行非保本理财产品资金余额已经出现环比小幅下行9	
图表 16：P2P 网贷规模也出现了一定程度的收缩	9
图表 17：新增投资者数量增加，散户增加开户	10
图表 18：股市小单（散户）净流入资金量冲高	10
图表 19：社交软件活跃用户量近年大幅提高	11
图表 20：关键词“牛市”的头条指数 2 月初以来大幅上行	12
图表 21：关键词“牛市”的微信指数 2 月初以来大幅上行	12
图表 22：2019 年百度搜索指数涨幅超百度媒体指数	12
图表 23：百度指数显示，近年来移动端业务大增，同时信息杠杆增强	12
图表 24：封闭式基金折溢价率近期有所冲高	13
图表 25：2017 年散户持股市值占沪市流通市值较高	14
图表 26：A 股波动率增加	14
图表 27：社保基金资产规模增长情况	15

冬尽春归否极泰来的演绎超出预期

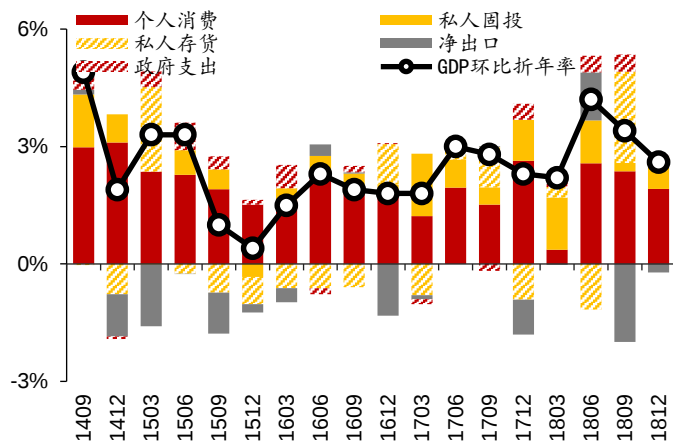
美国一枝独秀到全球重回再平衡，比差逻辑下外资看好中国

美国经济出现顶部特征，资产价格钝化反映市场认知需要一个过程。我们在 2018 年 11 月的《冬尽春归，否极泰来——2018 年度策略报告》中提出，美国经济大概率在 2018 年四季度至 2019 年一季度见顶。四季度美国 GDP 同比为 3.1%，高于第三季度的 3%，体现了顶部的特征，我们的判断在逐步兑现。2018 年全年美国 GDP 同比增速为 2.9%，升至 2015 年以来的最高，但略低于特朗普政府设定的 3% 的年度目标。四季度 GDP 环比折年率为 2.6%，高于 2.2% 的预期值，但是资产价格对于美国经济韧性较强没有呈现明显的反应。顶部回落是预期差逐渐兑现的过程，资产价格没有明显反应，这说明市场基本认知美国经济是见顶的一个过程。

2019 年，美国经济初现顶部特征，预示全球将从美国一枝独秀转向全球再平衡。我们认为，投资数据用来判断美国经济的拐点，消费数据用以观测美国经济的波动幅度。从近年美国经济主逻辑来讲，当地产和制造业增速强劲时，会改善就业和人均收入，支撑劳动力市场，进而改善消费。因此制造业投资和房地产投资是观测美国经济的前瞻性指标，即投资数据可用来判断美国经济的拐点，而消费则是后验性指标。我们认为，美国经济出现顶部特征，其一是朱格拉周期、房地产周期、库存周期开始下行显示投资数据已经见顶回落；其二，当前反映美国经济的高频数据出现一定分化特征，由于美股 10 多年增长趋势导致获利盘较大，资产价格对基本面的表现钝化，市场也需要逐步认识到美国经济见顶的实质。考虑居民资产负债表中所有者权益与美股资产价格密切相关，美股下跌将冲击居民资产负债表，进而抑制消费需求，直接影响经济。其三，全球经济放缓、贸易摩擦和关税冲击等对美国经济的潜在负面影响将逐步显现。

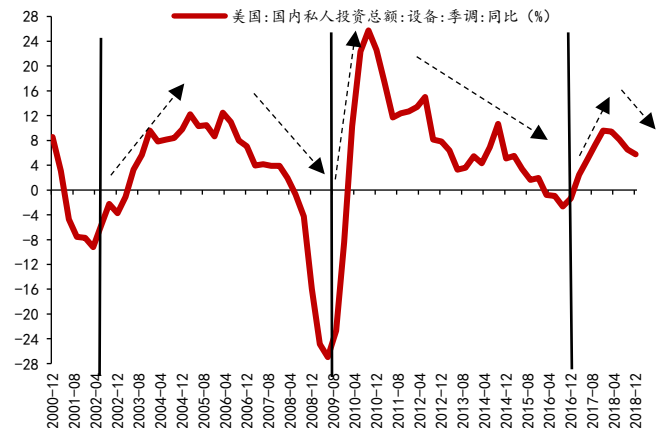
图表1：个人消费和私人投资仍是 2018 年四季度经济的重要支撑，净出口

口延续负向拖累，政府支出及投资拉动作用弱



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：美国新一轮朱格拉周期已经见顶回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

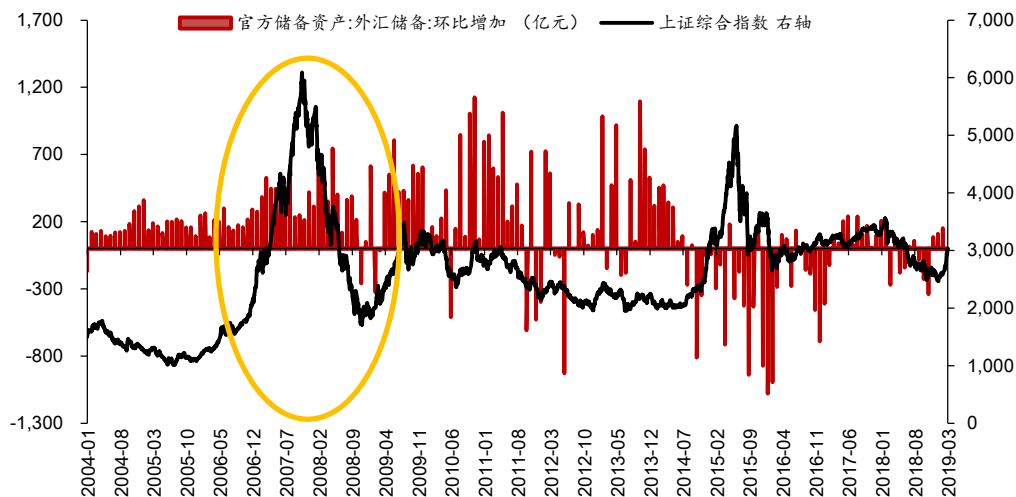
我们认为中美存在“比好逻辑”和“比差逻辑”。关于中国股债汇市场面临的风险及冲击，我们在 2016 年 12 月 15 日发布《比差逻辑与比好逻辑——论中国股债汇市场风险联动的根源》一文中提出“比好逻辑”和“比差逻辑”。在比好逻辑中，中国面临资本流出压力，汇率需加强预期管理，必要时守汇率，力保经济基本面不出问题，通过稳增长政策与改革措施促进经济出现回升企稳预期、资产价格出现上涨预期，避免“比好逻辑”下与美国基本面拉开较大差距。在比差逻辑中，中国会采取宏观调控对冲经济下行，相比之下中国变的没有那么差，资本不但不会流出中国，反而是净流入中国的。

随着美联储加息节奏放缓、美国经济见顶逐步确认、美元逐步进入弱势周期，中美将切换至“比差逻辑”，我们认为比差逻辑下中国占优。2018 年四季度前，中美处于“比好逻辑”，特朗普新政、贸易摩擦和美联储加息使得美元处在阶段性升值过程，人民币兑美元汇率也因此存在持续贬值压力，资本的持续流出压力导致我国出现较大调整。2019 年以来，随着美国经济见顶逐步确认、美联储加息节奏放缓和美元逐步进入弱势周期，中美将切换至“比差逻辑”。我们认为，相对于“比好逻辑”中美进入“比差逻辑”时，中国占优，外部环境压力改善，国际收支压力对货币政策干扰降低，汇率贬值压力有望因基本面相对预

期回升而下降，中美贸易摩擦对经济的负面冲击也将有所缓释，国内政策的腾挪空间也进一步扩大，资产价格由下行转为上升。

当前中美之间逐步从“比好逻辑”进入到“比差逻辑”，比差逻辑下我们看好人民币类资产。美国、美联储货币政策及美元逐步进入弱势周期，中美比差逻辑下，资本将逐步回流高收益的新兴市场国家，越南市场体量过小，印度基础设施较差，中国相比其他新兴市场国家具有天然优势驱动外资回流中国。我们认为，比差逻辑下，外资回流，为我国金融市场出现如 2006 至 2008 年初外生流动性的价值重估牛市带来了可能，我们看好人民币资产的投资收益。2019 年 1 月，外资大量进入 A 股市场，其中长期可能相对看好中国。

图表3： 2006 年至 2008 年初，外生流动性促使我国出现价值重估牛市



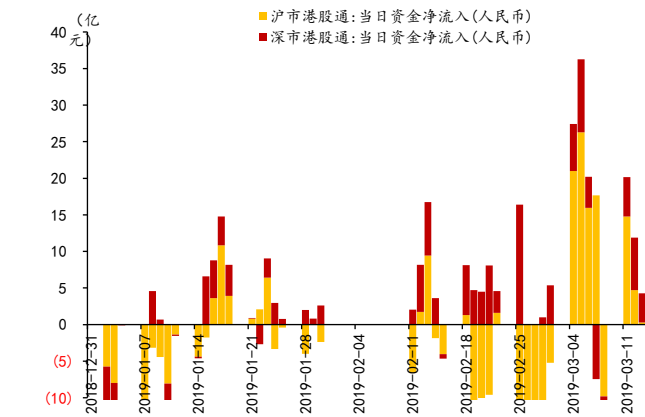
资料来源：Wind，华泰证券研究所

外资的赚钱效应吸引散户大量进入市场

2019 年以来，市场表现出“冬尽春归、否极泰来”之势。我们在 2018 年 11 月外发的《冬尽春归、否极泰来——2019 年宏观年度策略》报告中提示，中国是较有优势的、吸引外资的新兴市场国家，如果资本回流将为 A 股出现估值牛市创造流动性宽松条件。近期股市上涨与前期外资快速流入密切相关，资本回流促发估值与流动性支撑股市，“冬尽春归、否极泰来”的行情仍在演绎，上涨速率超出市场预期，我们的判断逐步兑现。

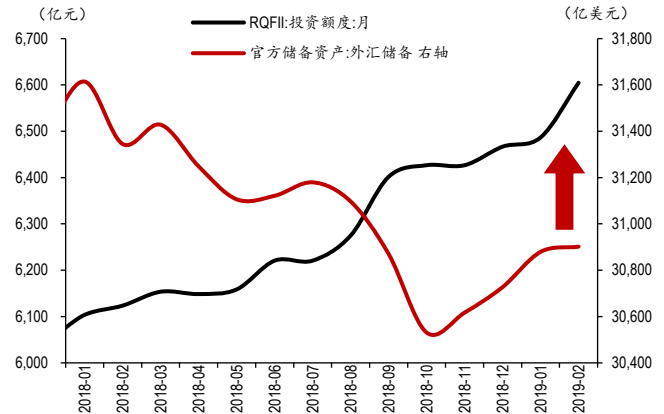
市场反弹源于外资孕育的赚钱效应吸引散户资金入场推升股市。2018 年末以来外资流入规模不小，2018 年四季度外汇储备开始逐步回升，仅 2018 年 12 月及 2019 年 1 月外汇储备共净增加 262 亿美元；与股市相关性较高的陆股通和 RQFII 也在 2019 年以来表现出清晰的外资流入迹象，自 1 月起陆股通流入量明显增多，进入 3 月后又有显著增长，仅 3 月 5 日净流入就达到 36.28 亿元，RQFII 投资额度 2 月末也达到 6604.72 亿元规模。我们认为，外资流入将有两方面利好，一方面改善市场流动性环境，另一方面带动股市估值提升，两市交易额及平均市盈率在 2 月春节后开始显著提升，流动性和价值重估点燃了市场活力促发了一定的赚钱效应。在赚钱效应的带动下，散户投资积极性显著提升，这种积极性表现在睡眠账户重启、新增投资者人数增多等多个方面，散户资金入场主要通过直接买股票或者配置基金间接入市，新增投资者及基金指数均在 2 月显著升高。随着散户资金入场的积极性提振，股市行情迅速得到提振。综合来看，我们认为，2019 年以来的市场行情是先外资后散户共同促发的结果，前期外资流入孕育赚钱效应，随后赚钱效应吸引散户入场推动市场行情。

图表4：2019 年以来陆港通资金净流入显著增多（亿元）



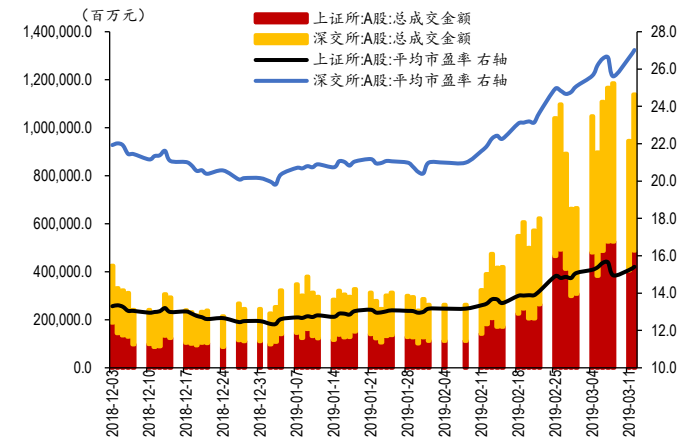
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：2019 年以来外汇储备及 RQFII 投资均显著回升



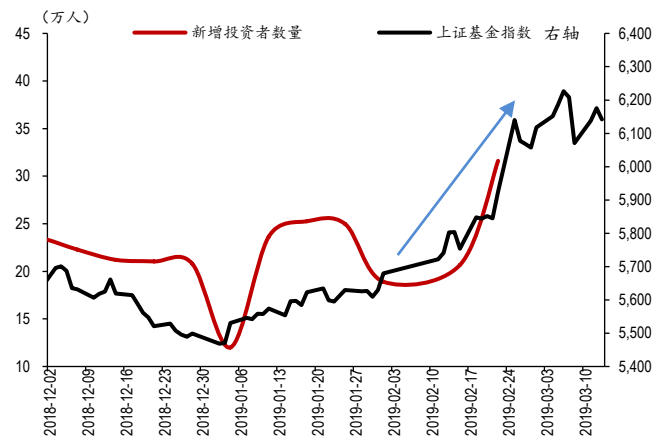
资料来源：Wind，央行，外管局，华泰证券研究所

图表6：2019 年以来，两市交易量及市盈率明显拉升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：新增投资者及基金指数显示散户资金入场积极性较高

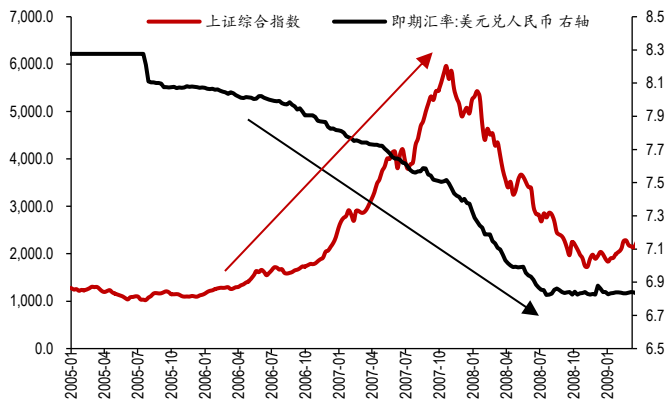


资料来源：Wind，华泰证券研究所

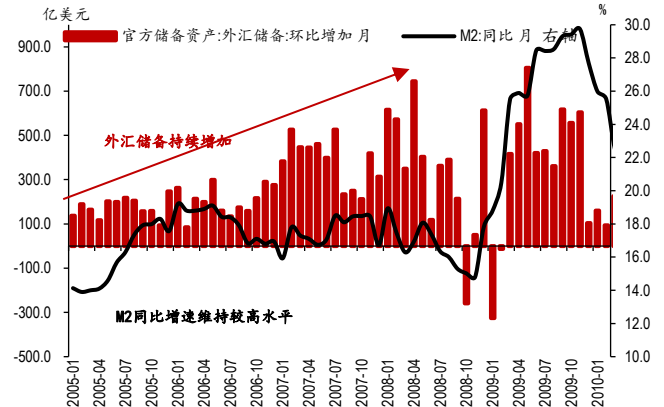
近期股市行情的重要背景是“房住不炒”的楼市环境。我们认为，当前的地产调控政策依旧是在“房住不炒”的基调之下，实施“因城施策”的调控方式，近期股市行情的重要背景与“房住不炒”的楼市环境关系密切，一二线房地产市场仍相对受限，三四线城市受棚改对需求侧的支撑弱化及前期去库存透支需求的影响，市场活力走弱，资金并未大规模的流入地产市场，当外资促发股市后产生赚钱效应，并经由社交软件、通过熟人传播至散户投资者，散户资金入场的积极性显著提升。

回顾过往两次较大规模的牛市，前期赚钱效应带动散户资金入场有望促发牛市行情

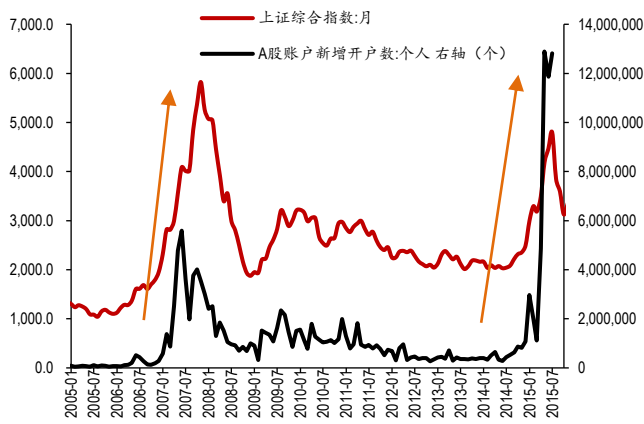
回顾过往两次较大规模的牛市，赚钱效应带动散户资金入场有望促发牛市行情。21 世纪以来，我国曾在 2005 年及 2014 年两次开启较大规模的牛市行情，回顾这两次牛市行情，我们认为，前期赚钱效应的孵化有助于带动散户资金入场，随着流动性及价值重估效应的发酵促发牛市行情。2005 年 7 月 21 日人民币汇率形成机制改革，汇改后人民币开始明显进入缓慢升值过程，外资持续流入推升外汇储备，M2 维持在较高水平，外生流动性的宽松促发了一定的赚钱效应，赚钱效应促发大量散户资金入场，估值和流动性的双重提升带动牛市继续上行。2014 年的牛市开启源于产业资本加杠杆，叠加大众创业、万众创新等激励政策发挥作用，给予市场资金“释放情绪”的逻辑支撑，在二级市场资金情绪的加持下，市场估值明显抬升促发股市产生赚钱效应，赚钱效应推动大量散户进场促发牛市行情。我们认为，历史 A 股牛市的经验表现为：初始资金孕育赚钱效应后，散户的储蓄资金大量进入股票市场投资将促发牛市行情，换言之脱离基本面仍可能产生牛市。

图表8： 2005 年人民币汇改后汇率升值，A 股开始走牛

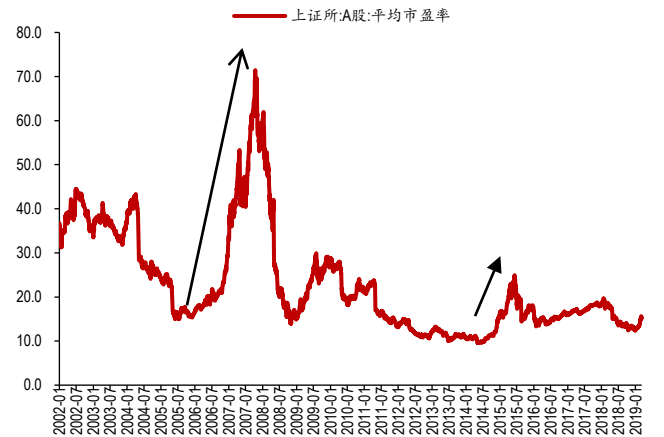
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 2005 年起，外生流动性宽松为牛市奠定价值重估和流动性基础

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 赚钱效应吸引散户资金入场推升牛市行情

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 2006 年前后 A 股估值开始显著提升

资料来源：Wind，华泰证券研究所

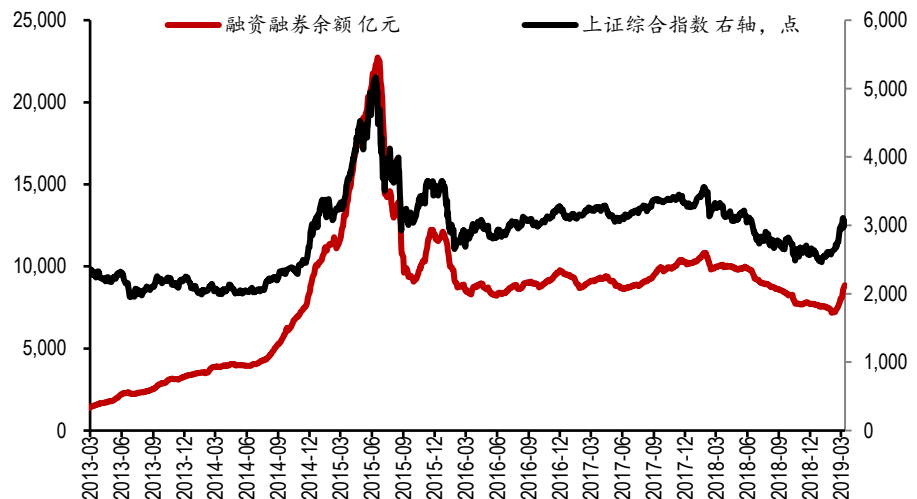
2015 年股灾的教训就是不能再出杠杆牛，这次的情况如何？

我们认为，2015 年股灾的爆发，与当时投机性资金非理性大幅加杠杆有较强的关联。场内杠杆资金比较方便监测，沪深两融余额从 2014 年中期开始加速增长，同期上证指数开始加速上涨。

两融资金余额与上证指数一同在 2015 年 6 月见顶。我们认为，融资盘此前的激增推动了这一轮牛市的非理性上涨，而监管层开始清查场外配资，引发市场恐慌情绪和资金出逃，是 2015 年 6 月中旬股灾爆发的重要原因。动态考虑两融余额的变动，我们认为两融余额的下滑反映了：1) 股价下跌时的自然市值缩水；2) 大盘下跌，形成悲观预期时的持仓主动调整、卖出；3) 部分股票前期跌速过快，导致其融资盘被强行平仓等因素。

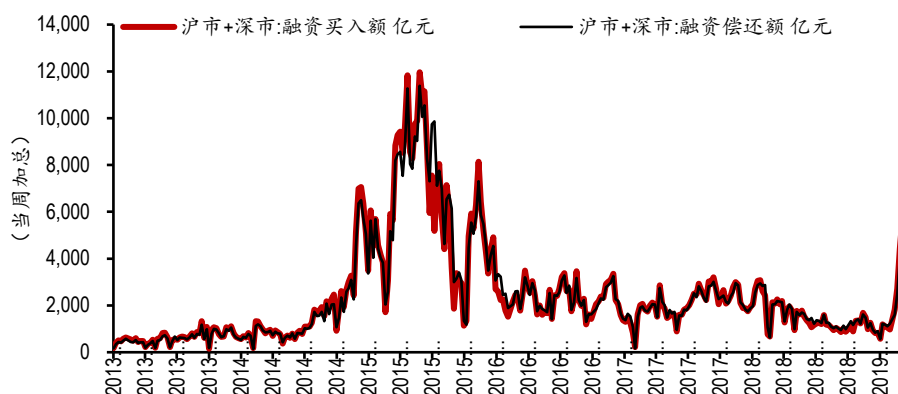
我们认为，本轮股市上涨有货币环境边际宽松、美元周期即将见顶回落，外资对我国股市配置偏好上升等利好背景，但参考上轮牛市受杠杆资金驱动、随后在监管层打击非法配资时大幅下跌的经验，本轮股市上涨同样不能再出现“杠杆牛”，如果杠杆快速积累，一旦监管去杠杆预期出现，就可能会重现杠杆资金快速出逃，对股市形成较大冲击。

图表12： 两融资金余额与上证指数一同在 2015 年 6 月见顶

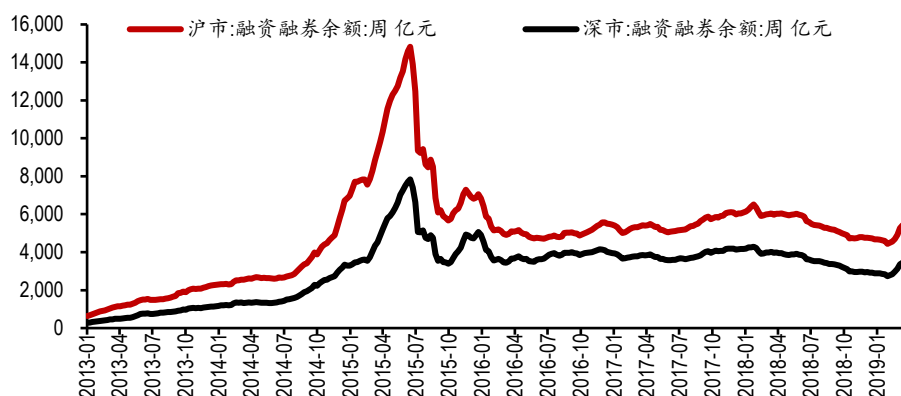


资料来源：Wind，华泰证券研究所

截至 2019 年 3 月上旬，本轮股市上涨过程中，是否出现了大量配资加杠杆迹象？随着资管新规等严监管、去杠杆措施出台，我们认为受监管主体很难再出现大量配资。观察沪深两市的融资买入、卖出额，其从今年 1 月底开始，的确出现了较为明显的回升，但两融余额回升的幅度相对有限。我们认为这反映了本轮股市上涨带动了散户入场热情，而散户在操作过程中表现出较明显的追逐热点主题、换手率较高的特性，而场内杠杆资金总量的增长暂时比较有限。

图表13： 沪深两市的融资买入、卖出额从今年1月底开始的确出现了较为明显的回升

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14： 两融余额回升的幅度相对有限

资料来源：Wind，华泰证券研究所

银行理财资金底层资产结构不清晰，理财资金入市追涨，这也是 2015 年上轮牛市期间市场面临的不稳定因素之一。金融监管规则从 2017 年开始更加完善，2018 年 9 月 28 日，银保监会根据资管新规要求，正式发布了《商业银行理财业务监督管理办法》，理财新规细则出台，坚持了资管新规的打破刚性兑付、解决期限错配、去除资金池运作和解决多层嵌套四大原则，我们认为这将较为有效地解决过往理财产品资金池可能隐含的非理性运作问题。2017 年以来，随着监管持续加大力度，理财业务已开始向有序调整。根据中国银行业理财市场报告 从 2017 年中~2018 年末 银行非保本理财产品资金余额已经出现环

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_13648

