

旬度经济观察

——牛市可持续，但“快牛”已过去

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 2 月 28 日

内容提要

这一轮牛市在基本面上的主要支撑力量是全球 risk on 和社融大涨，但更为重要的因素是市场情绪的逆转和放大。

从中期的视角来看，这种情绪的释放在基本面上有着较为坚实的支撑。一方面，股市在低估值叠加长期熊市背景下的上涨弹性会相当大。另一方面，压制 2018 年股市的几个重要拖累在最近得到明显缓解，催化了本轮行情。

往后看，支撑股市上涨的几个主要因素可能将得到延续，牛市得以维持；但由于前期涨幅较大，估值低的有利条件被削弱，因此上涨最快的时候可能已经过去。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、牛市可持续，但“快牛”已过去

2019 年年初以来，A 股各大指数都出现了较大幅度的上涨，进入了技术性的牛市。牛市令人鼓舞，但我们不禁要问，这一轮牛市背后的驱动因素是什么？未来又将如何演化呢？

从短期数据分析的角度来看，我们认为，这一轮牛市在基本面上的主要支撑力量是全球 risk on 和社融大涨，但更为重要的因素是市场情绪的逆转和放大。

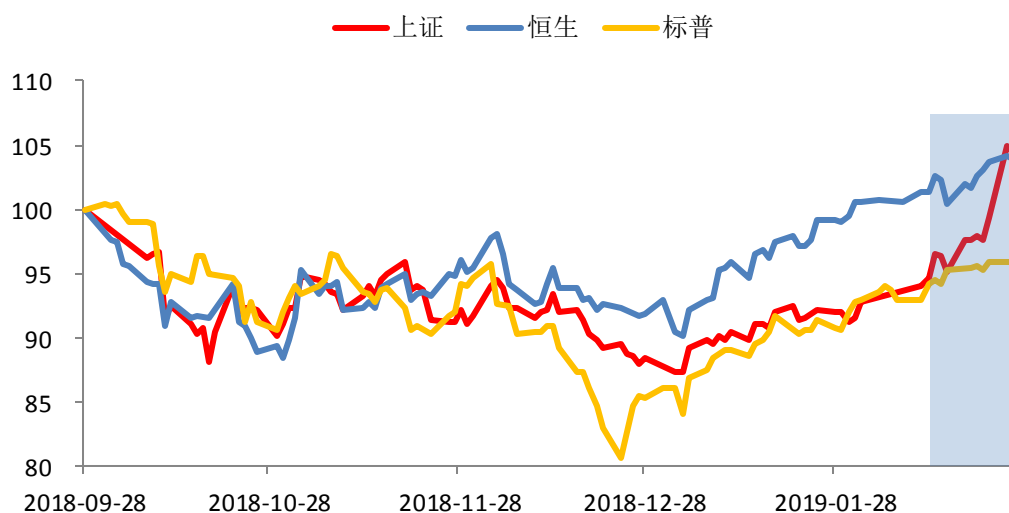
从中期的视角来看，这种情绪的释放在基本面上有着较为坚实的支撑。一方面，股市在低估值叠加长期熊市背景下的上涨弹性会相当大。另外一方面，压制 2018 年股市的几个重要的拖累得到明显缓解。去杠杆、中美贸易摩擦、美联储加息等主要矛盾在最近都得到了阶段性的缓释。因此，低估值的市场在诸多利好的催化下发生了大幅度的上涨。

往后看，支撑股市上涨的几个主要因素可能将得到延续，牛市得以维持；但由于前期涨幅较大，估值低的有利条件被削弱，因此上涨最快的时候可能已经过去。

二、全球“Risk On”和社融大涨是这一轮牛市的导火索，情绪跟进助推

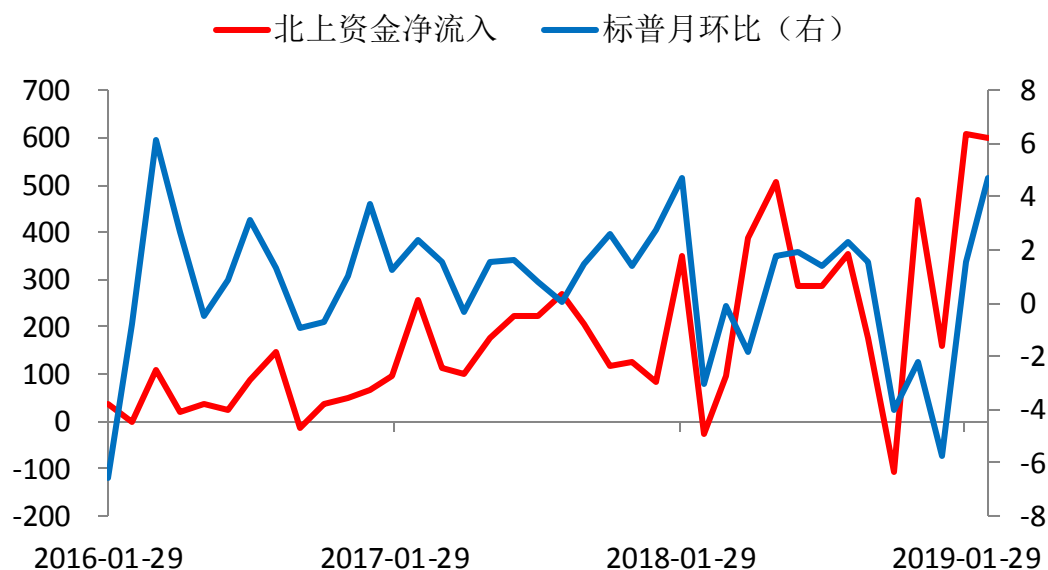
中国股市在 1 月份的上涨主要与全球 Risk On 模式有关。2018 年圣诞节至 2019 年 2 月初，全球资本市场显著的从 Risk Off 模式转向 Risk On 模式，这一转变在各类资产上都有相应的体现。美国股市从低点反弹了 20% 左右。这一转变对中国也有明显影响。中国的 A 股市场和新兴市场几乎同步上涨，北上资金 1-2 月创历史新高，人民币汇率也显著升值。

图1：点



数据来源：Wind，安信证券

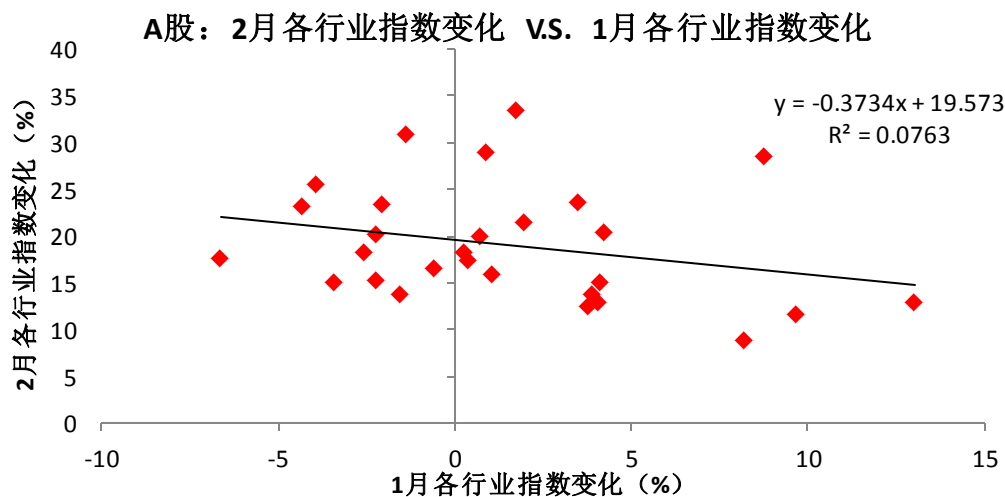
图2：亿元，%（右）



数据来源：Wind，安信证券

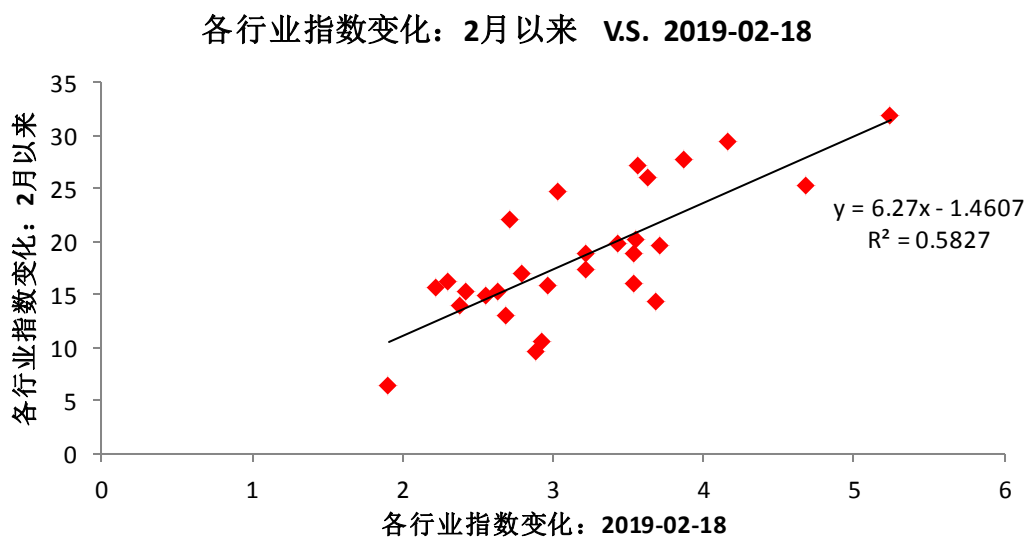
但 A 股在 2 月份的走势与美股甚至港股产生了明显的背离,走出了一波独立行情。另外，从各行业指数的变化来看，2 月份的股市交易逻辑与 1 月份显著不同。我们认为，主导 2 月份行情的基本面因素是 1 月份的天量社融。

图3: %



数据来源：Wind，安信证券

图4: %

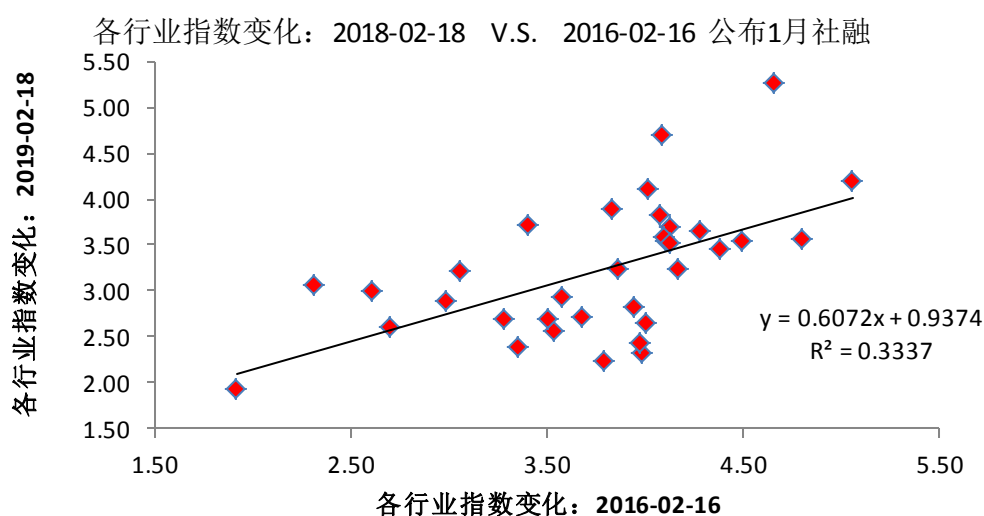


数据来源：Wind，安信证券

1月的天量社融数据在2月15日下午公布，导致市场在下一个交易日（2月18日）迎来了大涨。整个2月份行业指数的变化与2月18日的行业指数变化高度正相关。我们猜测，天量社融是基本面方面的主导因素。

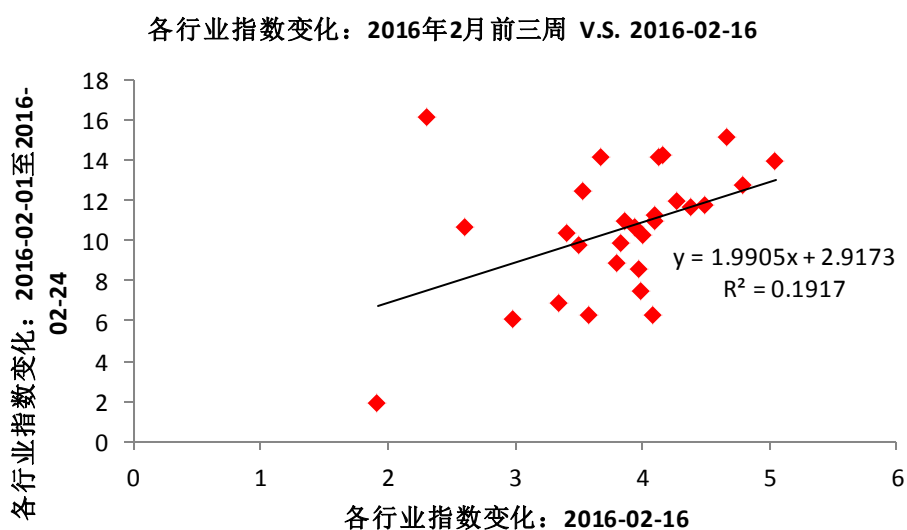
作为一个参考，2016 年的 2 月份也出现过类似的情形。2016 年 2 月 15 日公布了 1 月的天量社融，随后 2 月 16 日股市大涨。我们发现，2016 年 2 月 16 日与 2019 年 2 月 18 日的行业指数变化高度正相关，这可能说明超预期的天量社融对 2 月的股市上涨具有较强的解释力。

图5: %



数据来源: Wind, 安信证券

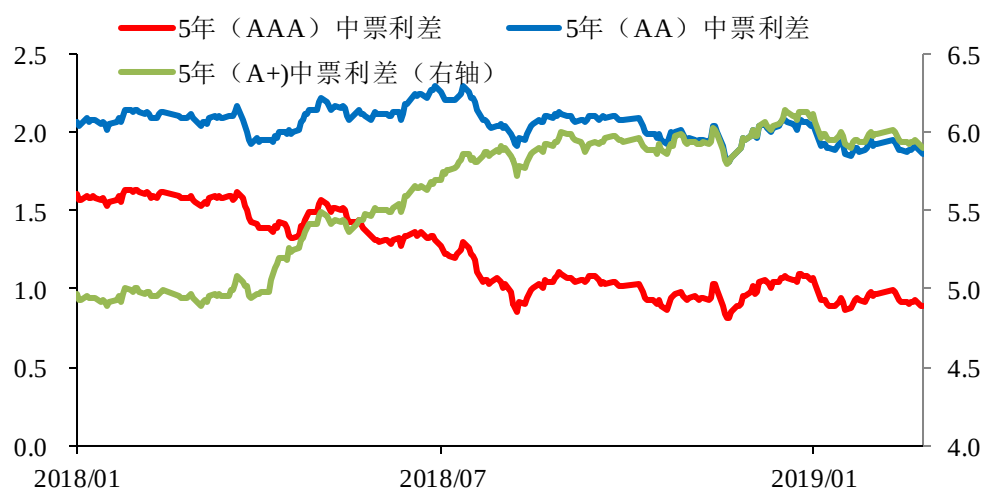
图6: %



数据来源: Wind, 安信证券

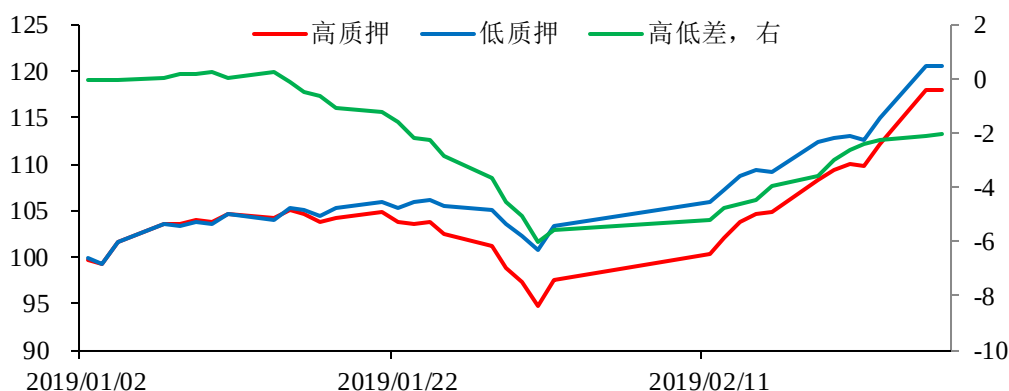
但与 2016 年不同的是，2019 年股市指数对天量社融的弹性要大得多，市场在不到两个月内就进入了技术性牛市。这么大的弹性在历史上是罕见的。而且，天量社融的影响只在股票市场上有大幅影响，在其他资产类别上的影响并不显著。例如，天量社融公布后，信用利差小幅下行，但幅度不大。另外，高质押股票和低质押股票在 2 月份涨幅都很大，但两者之差扩大的幅度并不明显。这可能说明，宽信用的逻辑有一定的解释力，但并不是很大。天量社融影响的深层次因素是导致了股市整体的风险偏好大幅恢复。这一般会被市场解释为情绪，但我们认为，从中期的视角来看，这种情绪的释放在基本面上有着较为坚实的支撑。这个支撑一方面是基于股市长期熊市+低估值的大背景，另一方面是对基本面预期的全面改善。

图7：%



数据来源：Wind，安信证券

图8：点



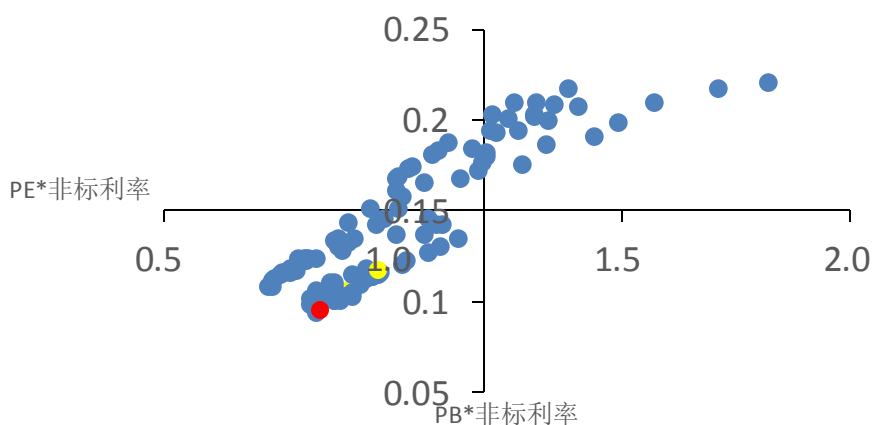
数据来源：Wind，安信证券

注：我们将高质押股票和低质押股票在 2019-01-02 的价格标准化为 100.

三、长期熊市及股市估值很低是本轮股市暴涨的大背景

首先，这一轮股市暴涨的大背景是长期熊市及股市估值极低。这种背景下，股市的上涨弹性会相当大。2018 年各大指数一路单边下跌，到了 2018 年年底，权益市场的估值已经处在历史上相当少见的极值区域；同等重要的是，市场的悲观情绪在长期熊市的打压下也到了极致水平。一旦股市有较大利好，市场反应会很大。历史上相似的情景是 2014 年，当时市场在诸多利好下也迎来了暴涨。2016 年的估值也相当低，但缺乏长期熊市对情绪压制的过程，因此是慢牛。

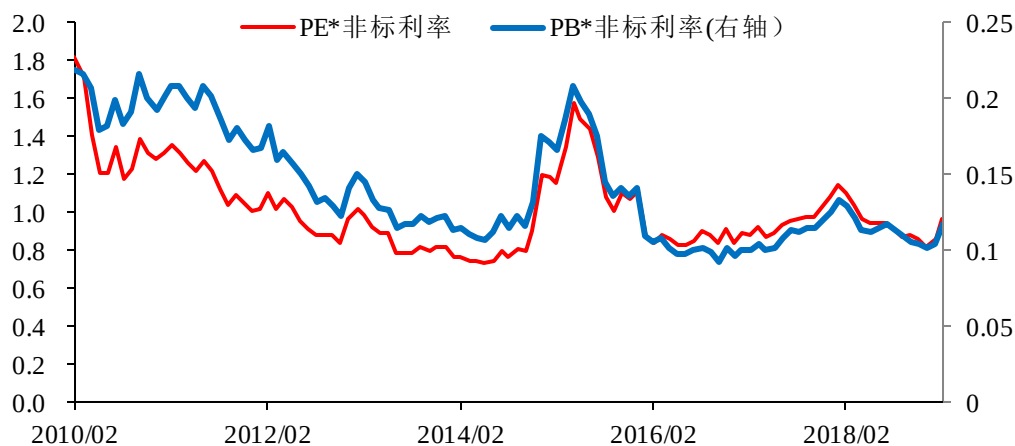
图9：点



数据来源：Wind，安信证券

注：红点表示的是 2018-12-31，黄点表示的是 2019-02-26

图10: 点



数据来源: Wind, 安信证券

四、市场情绪的背后是基本面预期的全面改善

股市暴涨一般和情绪有关，但暴涨的背后可能存在深层次的原因；对于这一轮行情，我们认为其中的原因是市场对基本面预期的全面改善。2018年股市的下跌有几个主要的负面影响因素，但这些因素在最近都得到了阶段性的缓释，这包括去杠杆、中美贸易摩擦、美联储加息等等。

关于去杠杆，银保监会已经表示，“结构性去杠杆达到预期目标”，这意味着去杠杆已经明确告一段落。一月天量社融叠加一季度地方债提前发行使得一月的广义社融出现了明显的反弹，这可能意味着2019年1月是这一轮广义社融持续

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_13990

