

叶落，归根——2022 年大类资产配置展望

报告要点：

● 如果我们承认当前的经济增长在谷底的话，那当前的资本市场已在天上：

1) PPI 见顶时，大类资产的特征往往是：债券收益率高于周期中位数，股票市场的估值低于周期中位数，而商品市场处于周期顶部；

2) 照此来看的话，当前的股债市场或多或少都存在着被高估的现象，此外，商品的定价也隐约有了一些脱离供需的痕迹。

● 这次的资产结构非常近似于 2017 年 PPI 见顶的那次，2017 年 PPI 见顶时，我们遭遇了一场严重的资产荒，这次也如是。

● 但与 2017 年那次不同的是，这次的资产高估值与机构关系不大：

1) 无论在股债市场上，都没看到机构多配的痕迹，机构虽然有大把的规模，但在资产端是非常克制的。

2) 大量被剩余的资金都流向了资金市场，这导致在央行投放减速后，我们还看到了超稳的资金利率；

3) 市场这次的学习效应比较显著，当前机构资金的风险偏好其实是低的。

● 但资产荒还是从另一个角度影响了股债的估值：

1) 债券发行的快速收缩导致了债券收益率一低再低，债券二级市场的资金是被动变多的；

2) 散户对推高今年的股票市场有着非常关键的作用，地产销售的大量缩水应该是重要原因，在居民的财富无处可去的情况之下，大量的财富被挤向了股市。

● 接下来的一年，资本市场可能会进入一个挤泡沫的状态，在一级配置上，贝塔机会乏善可陈。

● 对于债券市场来说，一旦供应翻转，债券收益率非常容易进入上升的轨道之内，明年的 10Y 国债收益率至少会回到 3.1%-3.2% 的水平。

● 股市的估值也会向正常的状态有所收敛：

1) 当前偏高估值的行业都是暂时性或周期性原因导致的；

2) 如果楼市的销售存在恢复，且居民的财富配置方向再次调整的话，股市的估值就会迎来一个非常具体的契机；

3) 明年全 A 的估值可能下行到 14.8 倍左右（上证主板估值降到 11 倍），上证指数可能会冲击 3000-3200 点这个区间。

● 商品总体在明年进入一个磨顶状态之后，逐步走向回落：

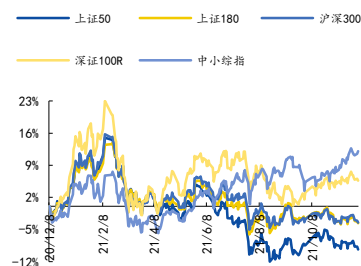
1) 就全年来看，更大的可能是各个品种呈现出此起彼伏的分化状态；

2) 铁矿石的周期意义是不可小觑的。

主要数据：

上证综指：	3563.89
深圳成指：	14795.73
沪深 300：	4832.03
中小盘指：	4973.47
创业板指：	3495.59

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《不是每次降准，都有美好回忆》2021.12.06

《虚往，实归——2022 年宏观经济展望》

2021.12.03

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	
联系人	孟子君
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

● **股票市场也存在着部分阿尔法机会：**

- 1) 其一是本身处于高增长状态，且能抵过 2022 年的估值收缩的行业：集装箱、CXO、光学光电子和一些小金属或非金属（稀土、硅、锂、钒）；
- 2) 其二是困境反转的行业（猪、科技互联网及消费）；
- 3) 周期层面的基建、地产恢复程度可能低于预期，这些行业超额收益的机会并不大。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

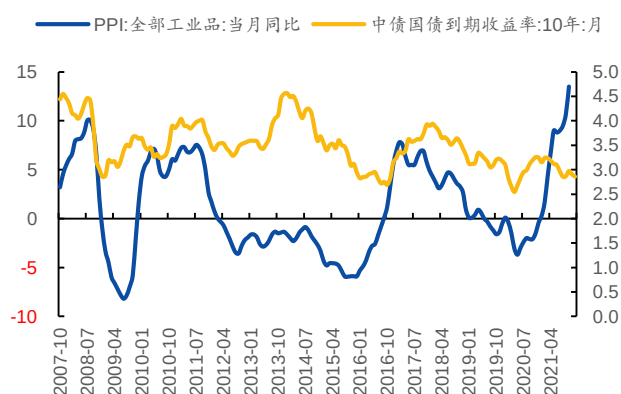
1. 金融与实体的分裂

如果我们承认当前的经济增长在谷底的话，那当前的资本市场已在天上。

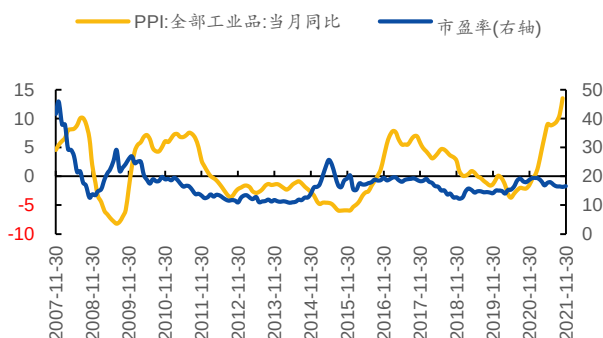
1) 当前的股债市场或多或少都存在着被高估。PPI 见顶时，大类资产的特征往往是：债券收益率高于周期中位数，股票市场的估值低于周期中位数，而商品市场处于周期顶部。如果 PPI 于 11 月见顶的话，按照此规律的话，当前的股债市场或多或少都存在着被高估，在《虚往，实归》一文中，我们阐述过，这与产业管制带来的资产荒现象有关。

图 1：PPI 见顶时债券收益率高于周期中位数

图 2：PPI 见顶时股票市场的估值低于周期中位数



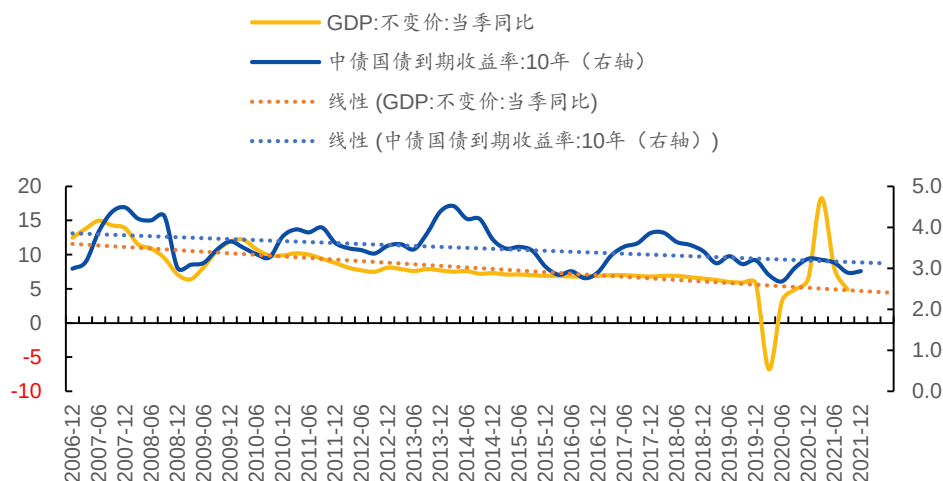
资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 即使不考虑通胀的话，当前债券收益率所隐含的实际增长水平是过低的。当前的债券收益率已经落到波动的趋势线之下的位置，且如果将这个趋势线去和 GDP 的趋势线做拟合的话，当前 2.8% 左右的 10Y 国债收益率所隐含的增长水平只有 3% 左右，那么，在中性假设下，若明年 GDP 水平在 4.6% 的话，10Y 国债收益率的合理水平也应在 3.1%-3.2% 之间。

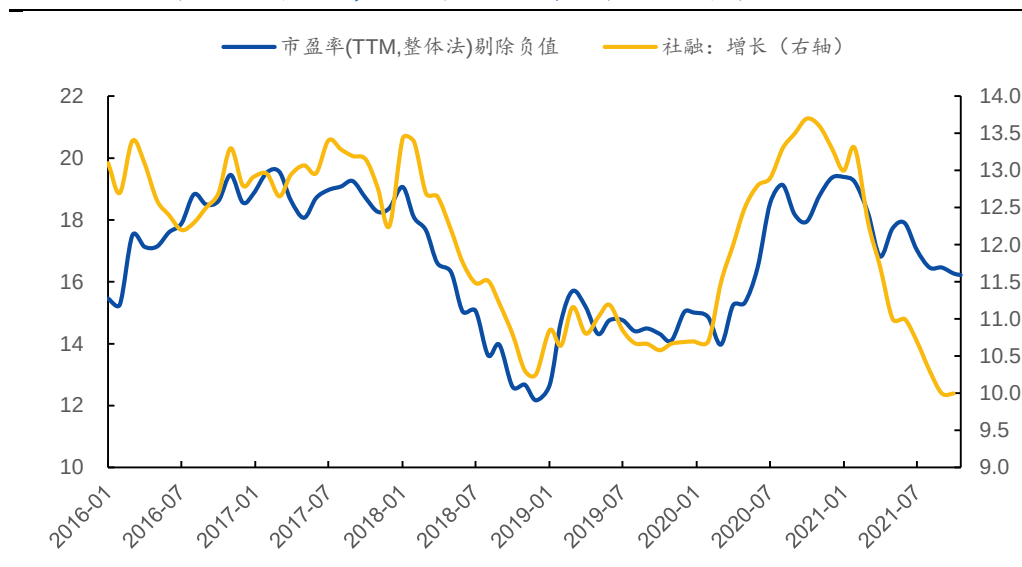
图 3：当前债券收益率所隐含的实际增长水平是过低的



资料来源：Wind，国元证券研究所

3) 股票市场的估值也存在着 25%左右的被高估幅度。社融是股票市场最为关键的资金面，经验上，社融同比增长与股票市场的估值之间的正相关关系非常明显。自去年年底之后，社融的同比增长已经一路降到了周期低位，但股票市场的估值却只降到了周期中位，因此，目前股票市场的估值本应在 12 倍左右，但当前的股票市场估值却达到了 16 倍。

图 4：社融已降到了周期低位，但股市的估值却只降到了周期中位

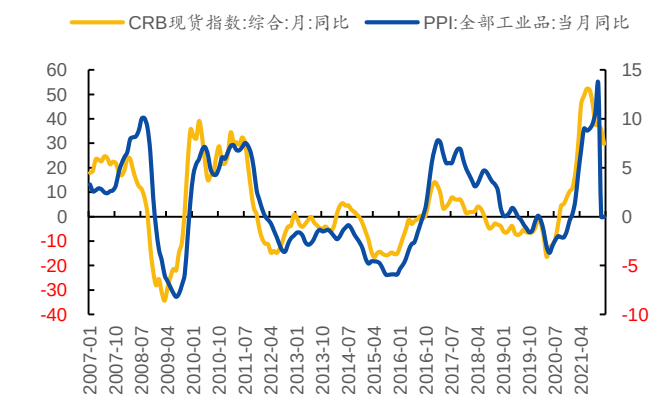


资料来源：Wind，国元证券研究所

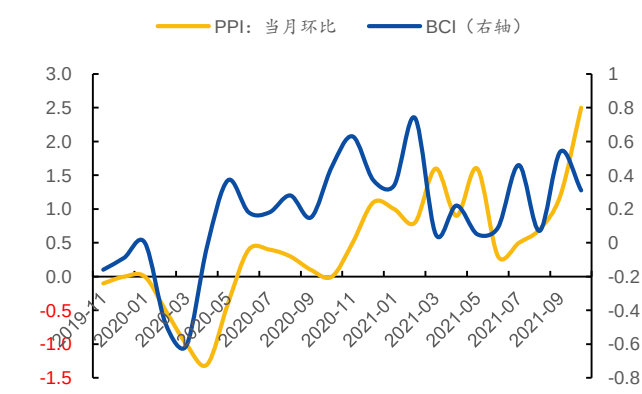
4) 在商品市场上，商品的定价也隐约有了一些脱离供需的痕迹。一方面，CRB 与 PPI 的时间差一般不超过 4 个月，而这次二者的时间差明显更长：CRB 的增长已经早在今年 6 月就拐头向下，但 PPI 一直在持续加速，这应是由产业管控所引起的国内定价商品的额外上涨；另一方面，近期商品上涨的斜率已经远远高过了商品供需指数（BCI）上涨的斜率。

图 5：CRB 早 6 月就拐头向下，但 PPI 一直在持续加速

图 6：近期商品上涨的斜率已远远高过 BCI 上涨的斜率



资料来源：Wind，国元证券研究所



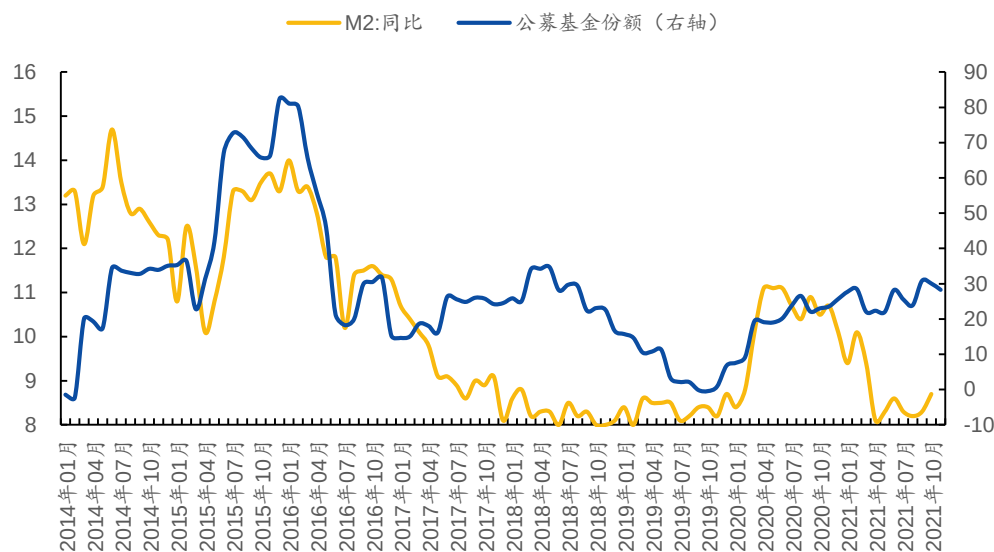
资料来源：Wind，国元证券研究所

2、另类的资产荒

2.1 被高估的金融系统：流动性的被动过剩

这次的资产结构非常近似于 2017 年 PPI 见顶的那次，2017 年 PPI 见顶时，我们遭遇了一场严重的资产荒，这次也如是。在 2017 年 PPI 见顶时，股债都是高估的（债券收益率刚刚上行到周期中位数附近的位置，而股票市场的估值也停留在偏高的状态之下）。在这两次在 PPI 见顶之前，都发生了严重的资产荒事件，譬如公募基金增长的速度与 M2 增长速度之间都发生了明显的裂口。

图 7：两次 PPI 见顶之前公募基金与 M2 增长速度之间都发生了明显的裂口



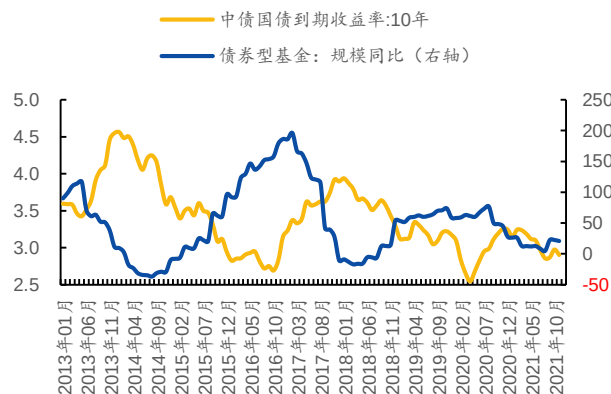
资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 克制的机构

与 2016-2017 年不同的是，这次的资产高估值与机构关系不大。

1) 无论在股债市场上，都没看到机构多配的痕迹。对债券市场来说，纯债基金规模（理财规模）与银行部门配债规模都在一个减速的状态；对股票市场来说，近来公募基金持有的股票规模是减速的，理财资金配置权益类资产的占比也在大幅下降。资产荒溢出的资金并没有太多进入到股债市场，机构虽然有规模，但在资产端是非常克制的。

图 8：纯债基金规模处于减速状态



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：银行部门配债规模处在减速状态



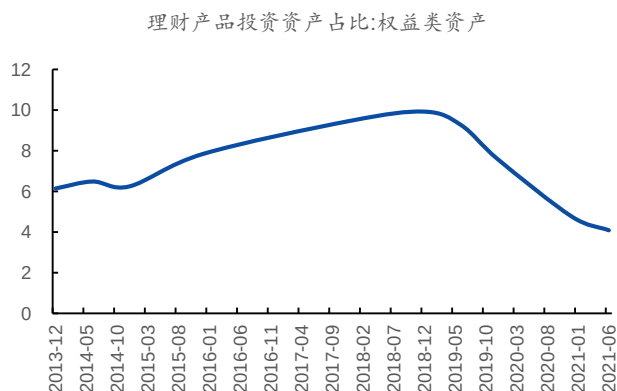
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：公募基金持有的股票规模在减速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：理财资金配置权益类资产的占比在大幅下降



资料来源：Wind，国元证券研究所

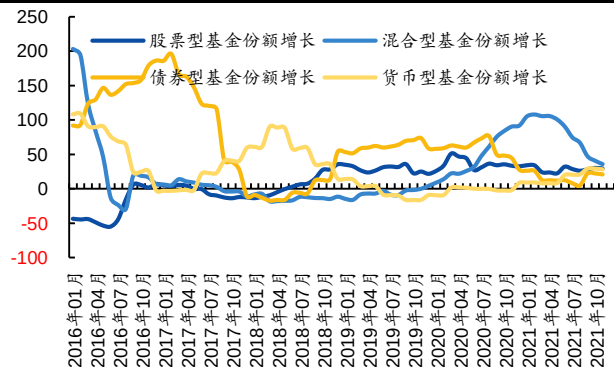
2) 其实大量被剩余的资金，都流向了资金市场，这导致在央行投放减速后，我们还看到了超稳的资金利率。商业银行对更多超储的运用并非投资于债券市场，而是大量投资于短期拆借市场，借给各类非银金融机构；在公募基金规模之中，只有货币型基金的份额在不断加快。这意味着，市场这次的学习效应是显著的，无论是低迷的长债收益率还是高企的股票市场，都没有太多过度博弈的资金，当前机构资金的风险偏好其实是低的。

图 12：商业银行将更多超储借给各类非银金融机构



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：公募基金规模中只有货币型基金的份额不断加快



资料来源：Wind，国元证券研究所

2.3 无处可去的资金

但资产荒还是从另一个角度影响了股债的估值。

1) 债券资产被高估的原委是债券供应。其实在今年一季度之后，因银行信用投放快速下降的关系，银行间资金缺口是走宽的。然而，在银行和广义基金没有多投债券的情况下，债券发行的快速收缩导致了债券收益率一低再低。我们看到，政府债券的发行又回到了历史低位，在产业管控的升级下，一级市场吸纳的资金比之前更少，这导致了二级市场的资金被动变多。

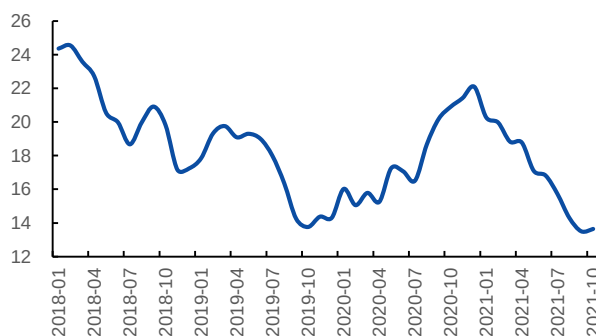
图 14：今年一季度之后银行间资金缺口是走宽的

图 15：政府债券的发行又回到了历史低位



资料来源：Wind，国元证券研究所

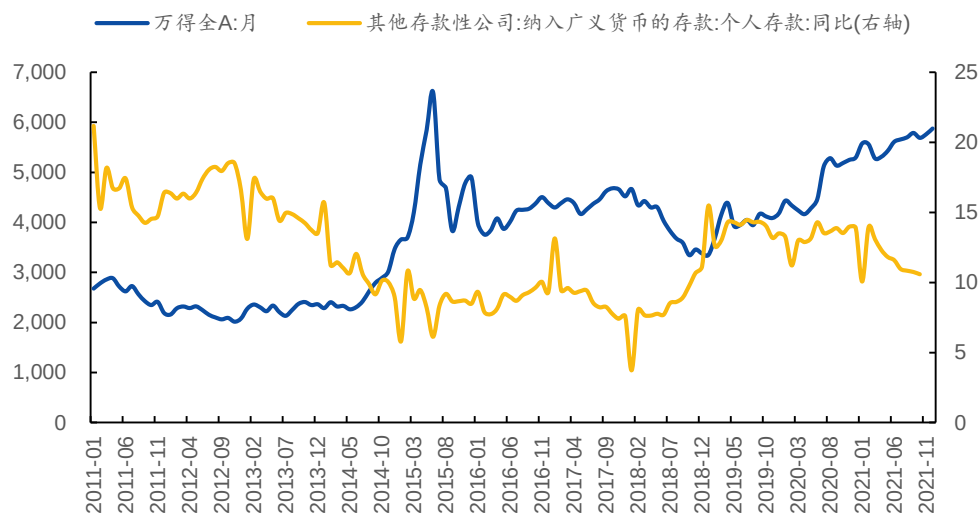
社会融资规模存量:政府债券:同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 今年的股票市场是去机构化的，多增加的估值却是和居民的财富分配相关的。散户对推高今年的股票市场有着非常关键的作用，今年以来的居民存款是伴随着股指的上升而下降的，从这个迹象去看，散户的入市资金的确事关重大。地产销售的大量缩水应该是该现象的重要原因，在居民的财富无处可去的情况之下，大量的财富被挤向了股市。

图 16：今年以来居民存款伴随着股指的上升而下降



资料来源：Wind，国元证券研究所

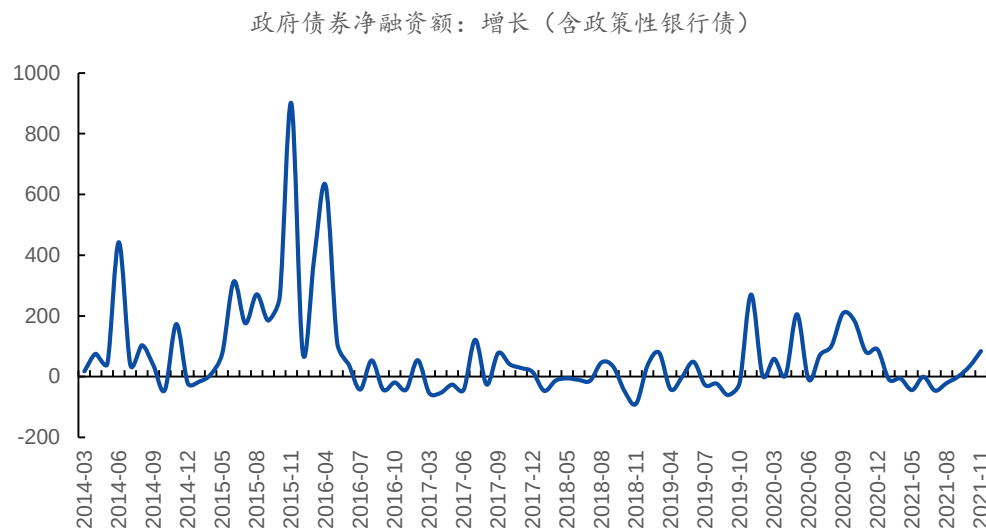
3、乏善可陈的贝塔：资本市场的挤泡沫

接下来的一年，资本市场可能会进入一个挤泡沫的状态，在一级配置上，贝塔机会乏善可陈。

3.1 债券市场的压力：供应的翻转

对于债券市场来说，一旦供应翻转，债券收益率非常容易进入上升的轨道之内。如果按照更高频的数据去观察，政府债券的净融资额已经出现了持续性的恢复。如果我们相信财政反转的逻辑的话，那债券供应和实体经济会回到一个与整个流动性相匹配的状态之中去。单纯按照实体经济的角度去判断的话，明年的10Y国债收益率至少会回到3.1%-3.2%的水平。

图 17：政府债券净融资额已经出现持续性的恢复



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.2 权益市场的估值回归

股市的估值也会向正常的状态有所收敛。

1) 2017 年的股市估值没有收敛，原因应是供给侧改革。2017 年那次股市的估值被高估的原因可能是：当时的供给侧改革极大程度提振了我们对六大过剩产业的信心

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_30939

