



邵宇：六个维度展望权益 市场配置

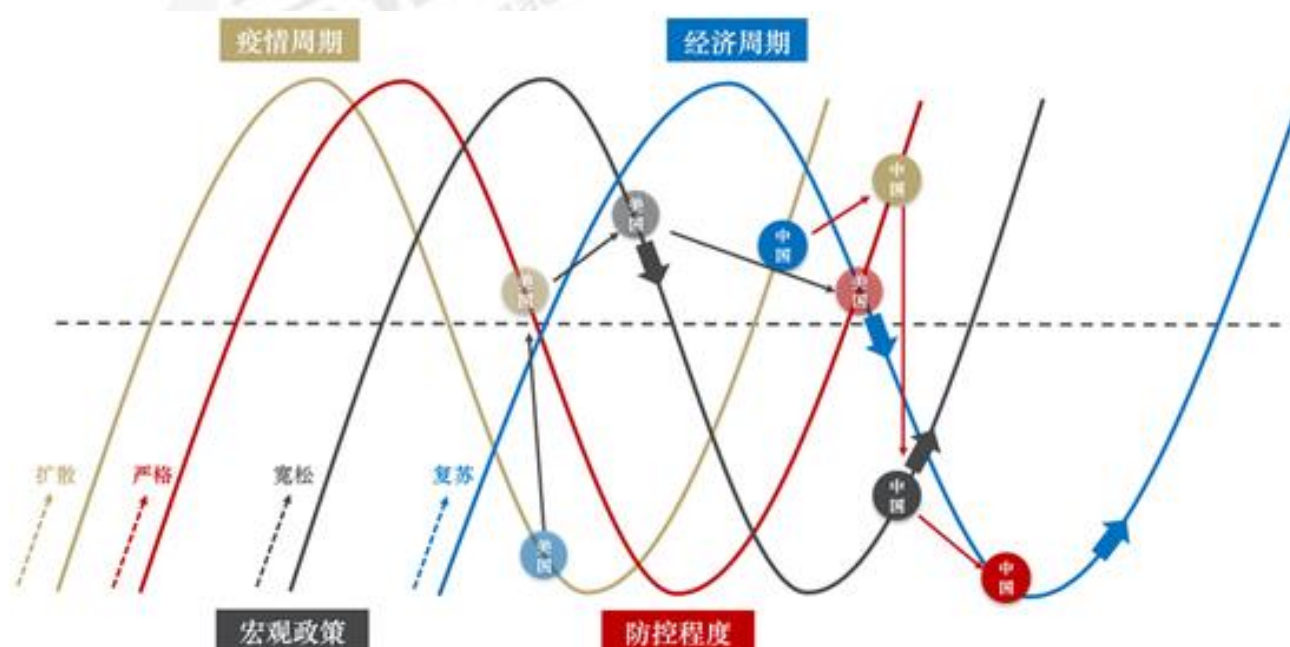


意见领袖 | 邵宇

受多重因素冲击，A 股持续下行。我们认为主要有 3 个原因：

第一，疫情扩散、防控策略、宏观政策和经济周期的冲突是后疫情时代宏观分析的一条主线（图 1）。当前，国内外货币、财政政策走向也出现背离，海外的主要矛盾是通胀。西方主要经济体财政、货币条件持续收紧。而国内的主要矛盾是稳增长，需要积极的财政政策和适度宽松的货币政策。这种背离的结果就是利差倒挂、资本外流、人民币汇率承压等。

图 1：周期的冲突



第二，2 月底爆发的俄乌冲突，提高了全球能源危机和粮食危机爆发的概率，是大国关系和全球价值链重构的又一“催化剂”，压抑了投资者的风险偏好。

第三，3 月以来，国内新冠疫情出现反复，中断了年初以来的复苏进程，提高了全年稳增长的压力，扰乱了全球供应链修复的进程，也会降低海外通胀下坡的斜率。

前两者是外部冲击，第三个是内部扰动。三者各自从无风险收益率、资金面、盈利预期、风险偏好等多个维度影响到权益资产的表现。后市如何看？

我们团队构建了大类资产配置“六维打分体系”（图 2），包括：宏观面、中观面、资金面、估值面、情绪面和政策面。宏观面关注的是经济周期；中观面关注的是行业和产业链的景气度；资金面关注的是流动性条件；估值面关注的是贵不贵的问题；情绪面关注的是市场的动量；政策面主要关注的是货币、财政、金融监管（如去杠杆、资管新规等）、行业监管、碳排放等等。

图 2：东证财富资产配置“六维打分体系”



每个维度都以不同的方式指引着资产配置，彼此之间是互补的关系。例如，宏观条件指向权益时，还需看估值是否合理，如果估值在合理区间，还要看短期内市场是否已经出现超买信号。本着客观和定量的原则（政策面打分较为主观），我们会对每个维度进行打分，而后加权——最优权重取决于历史有效性。当然，对于不同的资产类别，赋值的方法不一样，因为有利于权益资产的条件可能不利于固定收益资产。

年初以来，宏观面，企稳回升，但疫情中断了宏观面的复苏进程，继去年12月之后，今年4月会是另一个底部；中观面，模型回测拟合度较高的行业属上游周期板块，如煤炭、钢铁、有色金属、建筑材料等行业。预测结果显示，建筑材料、电子行业等边际景气改善，而中下游板块行业景气偏弱。今年国内出口景气会受到海外供求两方面的压力而回落，是国内上下游分化收敛的力量；资金面，去年底以来整体回升，实体流动性和金融流动性边际改善，但股市流动性仍承压，受疫情干扰，下一步可期待贷方（央行和商行）更强的“推力”，但借方还处于观望当中，尤其是地产供求；估值面，去年底开始主要宽基指数明显回调，无论是时间序列的比较，还是全球横截面的层面的比较，部分成长股之外的A股的估值水平都到了极具吸引力的位置；情绪面目前仍然是最大扰动项；政策面较为积极，二季度后稳增长政策需加码。

01

宏观面：疫情扰动复苏进程，坐标落在滞胀象限

方法论上，宏观面是建立在混频动态因子宏观即时预测模型 (MF-DFM Nowcasting) 之上的，即利用混频动态因子模型，基于卡尔曼滤波（一种利用线性系统状态方程，通过系统输入输出观测数据，对系统状态进行最优估计的算法）平滑估计与 EM (Expectation-Maximization) 估计（一种迭代算法，用于含有隐变量的概率参数模型的最大似然估计或极大后验概率估计），提取潜在经济周期因子，进行经济周期指数打分与宏观预测。

模型选择了 85 个指标，覆盖生产、通胀、投资、消费、地产、货币财政、外贸、景气调查 8 个宏观领域，构建了 6 个经济指数：反映总体经济周期的经济增长指数，反映生产端情况的生产综合指数，反映需求端的需求综合指数，反应 PPI 和 CPI 的通胀综合指数，反映财政及货币整体宽松程度的金融综合指数以及景气预期的宏观情绪指数，并且依据经济增长指数和通胀综合指数划分了东证财富时钟。

结合量价指标来看，当前宏观经济仍处于增长下行，综合物价指数从高位下行的滞胀区间，并且正在向与 2020 年 2、3 月份相似的经济状态滑落。具体的宏观打分指数显示，经济增长指数下行，并且已经低于潜在增长水平，4 月经济周期指数分值由前月的-0.51 降至-0.65；通胀方面，本轮疫情的冲击推升粮食价格上涨，再综合能源价格上涨导致 CPI 上行趋势加快抬头，PPI 虽然下降，但水平值仍然较高。形成的合力是：增长下行和通胀压力较大（当前主要是 PPI 层面，2 季度开始 CPI 也会有一定压力）。

图 3：美林时钟——当前位于“滞胀”象限



其它方面。截至 4 月份，生产指数延续上升，但未达中性水平；疫情对总需求的影响更直接，总需求指数 4 月由上升转为下降。4 月金融指数接近中性上沿，反映货币财政综合政策力度继续回升；4 月宏观情绪指数尚未达到中性区间，反映宏观景气预期较差。

图 4：东证财富经济指数：生产仍在修复，需求转弱

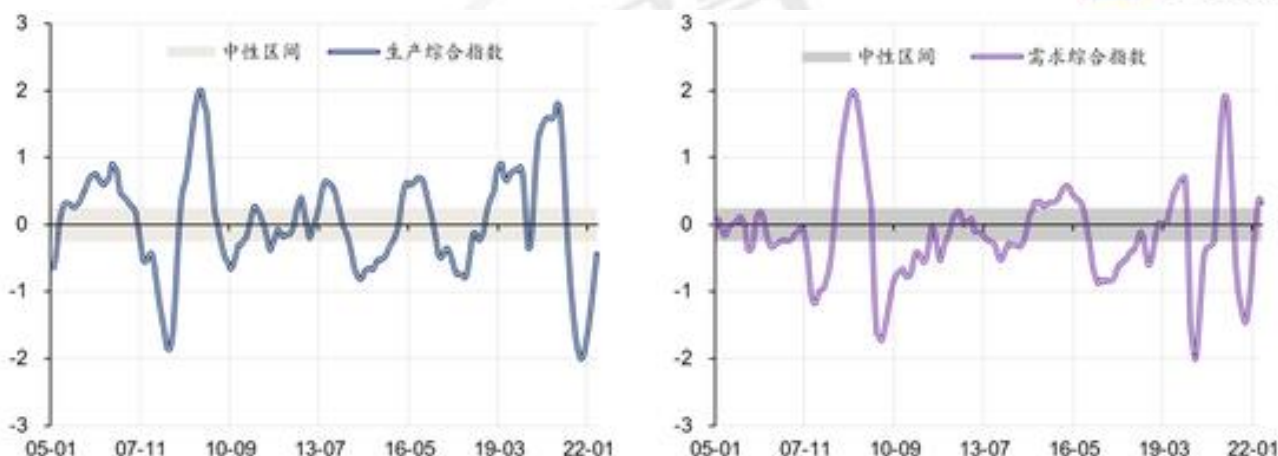
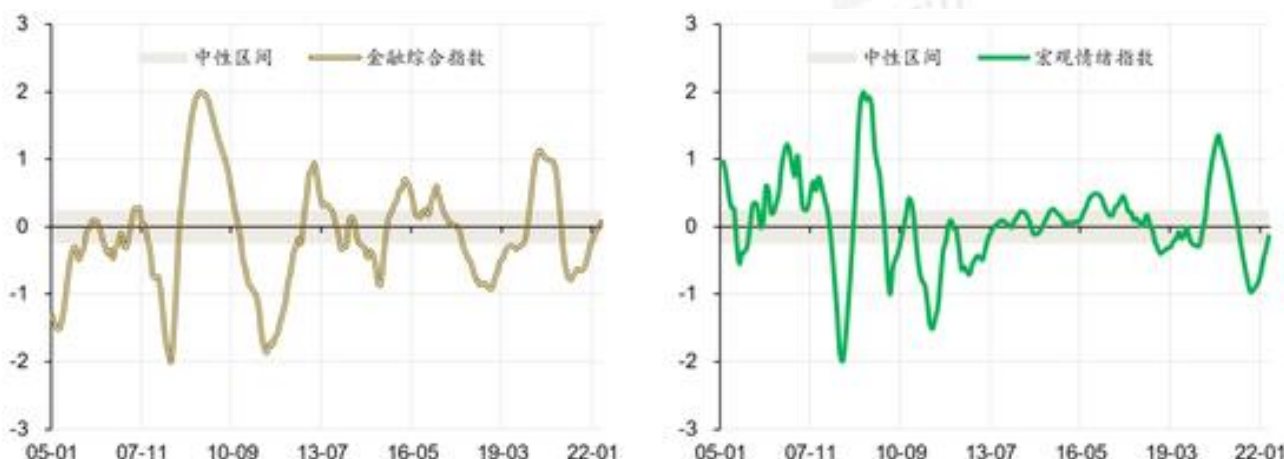


图 5：东证财富经济指数：金融条件和宏观情绪还在修复

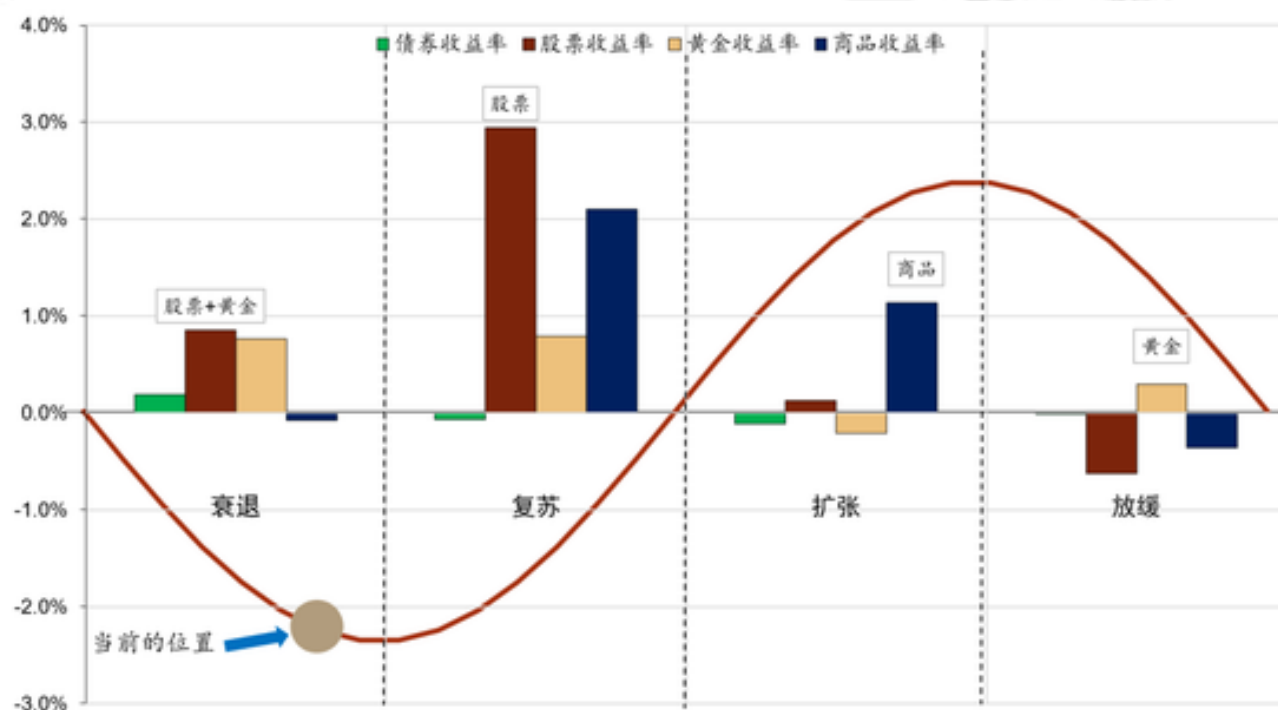


从经济增长单周期的角度看，债券表现较好的阶段为衰退阶段；股票表现最好的时期的为复苏周期，最差的时期是经济度过高点后的放缓期；商品表现最好的时期为增长的复苏阶段；黄金表现最好的时期为衰退阶段。

具体到 A 股上，2022 年以来的 A 股较大回撤与国内经济增长周期下行有关，但根据周期的历史经验来看，周期并不能完全解释 A 股目前的弱势表现。市场状态与地缘政治、疫情冲击、预期走弱等短期的冲击关联性更强，这些因素一方面直接对投资者的决策行为构成影响。另一方面，预期也在自我实现，构成了经济的实际冲击，并且也反映在了经济打分指数

上，在疫情冲击前的 3 月份，经济增长指数已触底反弹，但疫情发生后，经济增长指数转为继续下行，这反映疫情的冲击导致当前经济周期重新下探，直接打断了 1-2 月的修复趋势，国内稳增长的时间被延后。

图 6：经济增长周期与大类资产——周期经验显示，复苏阶段股票将占优



那么 A 股何时能够企稳？从周期视角的资产配置经验看，复苏阶段是

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_41123

