



邵宇：中国金融周期与大类资产配置



意见领袖 | 邵宇 范亚琴 陈达飞



“稳增长”一揽子政策如此积极，为何 A 股表现如此不尽如人意？这或许是今年以来持续困扰投资者的问题。

我们构建了大类资产配置“六维打分体系”，分别从宏观面、中观面、资金面、估值面、情绪面和政策面着手，通过反复地回测和稳健性检验，而后赋分，再对不同时点各类资产配置进行打分，最后得到资产配置建议。不同维度得到的资产配置内涵有一定的差异，除了资产类别的差异外，还有有效期长度的差异。宏观面的有效期更长，情绪面最短。

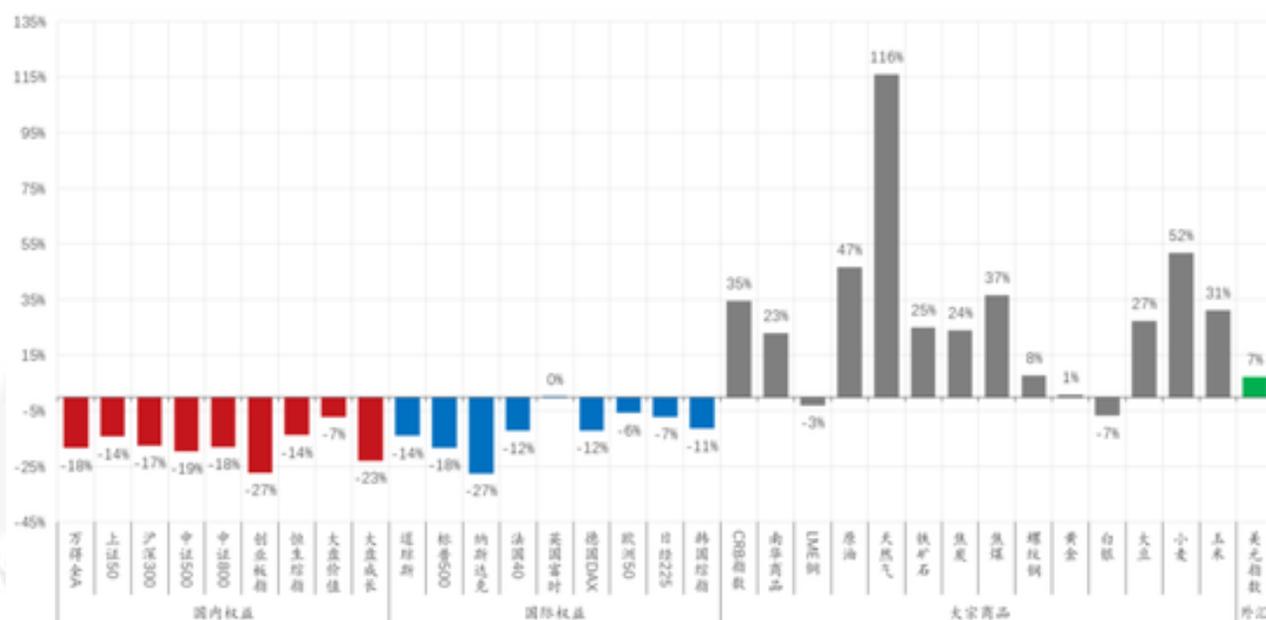
本文从资金面（即金融周期）的视角来解释近期 A 股市场的表现，并对未来行情进行展望。截止到今年 4 月，宏观综合流动性条件已经进入中

性区间以上。细分指标方面，金融市场流动性的改善最为明显；实体流动性仍在中性位置上下波动，4月跌回负值区间；股市流动性仍运行在负值区间，在三大细分项中读数最低。短期而言，A股配置仍以防御板块为主。中长期而言，结合宏观面、估值面、政策面来看，A股配置最佳时间渐行渐近。

一、近期市场回顾：周期视角的理解

2021年底以来，A股经历了约5个月的回调。上证指数由去年12月13日的3708点高位跌至4月27日的低位2863点，跌幅22.8%。期间，创业板跌幅更是高达约40%。4月底以来，市场开始修复，但仍处于底部区域，接近疫情前水平。图1为2022年以来全球大类资产表现，权益资产整体回调，成长领跌，大宗商品表现抢眼。

图1：2022年以来大类资产表现（截止到5月22日）



数据来源：Wind，东方证券财富研究中心

自上而下理解，2021年下半年以来，能耗双控、平台规制和地产调控政策之下，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱的“三重压力”逐步显现。去年底开始，财政、货币政策持续发力。在跨周期调控思路指引下，2021年财政开支后置，2022年财政融资前置。央行于去年12月宣布全面降准50BP后，又于今年1月和4月别降息、降准。然而，在俄乌冲突、美联储退出非常规货币政策和国内疫情反复等多重因素烦扰下，政策宽松未能提振投资者风险偏好。进入5月以来，上海疫情防控压力边际缓解，美国开启“衰退交易”，滞胀压力或逐渐缓解，市场情绪正在向着积极的方向转变。“稳增长”和困境反转的交易逻辑重回视野。

影响近期A股情绪承压主要有3个主线：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；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；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。俄乌局势、全球通胀和国内疫情仍然是主要影响变量。俄乌局势仍不明朗。海外通胀进入逐步“摸顶”阶段，美国的顶部或已经在3月出现。疫情方面，继前期“复工复产”之后，上海于5月16日开始“复商复市”。疫情显著好转，但2季度和下半年经济稳增长的压力不容小觑。

经验上，权益资产配置的最佳时期是经济复苏和流动性条件偏宽松的阶段。这也是“股市是经济的晴雨表”的由来。由于流动性条件也是经济

周期领先指标，所以权益资产表现与流动性则呈显著一定的同步性。今年1-2月，经济周期已经进入复苏阶段，但受疫情影响，3月开始继续探底。虽然货币和财政政策都相对宽松，但我们构建的总体流动性条件却仍在负值区间（虽在边际修复）。即使不考虑外部风险和疫情冲击，经济下行和流动性条件偏弱的情况下，回调似乎也在意料之中。

A股市场和流动性之间的相关性存在一定的时变特征，且不同风格宽基指数与流动性的相关性也存在显著差异。如果用社融存量的同比增加值来衡量一般意义上的宏观流动性，用沪深300衡量大盘股的表现，2003年至今两者相关性高达0.74，2020年疫情后降为0.58，但2008-2015年的相关性仅为-0.05。2008年前、2015年后则分别为0.93、0.89。

历史上，社融和股市的几次显著背离均发生在市场的阶段性底部，如2012年的创业板底、2016年熔断底、2020年的疫情底，两次股市都随着流动性上行大幅反弹（图2）。疫情、战争、风险事件等短期冲击容易引发市场超跌，背离对投资者来说可能也是机会。中长期来看，随着基建和地产对经济的拉动效应弱化，居民财富配置开始向金融资产迁移，增量资金入市和投资者结构的日趋多样化，股市和流动性的关系逐渐变得复杂。

图 2：股市和社融大幅背离往往发生在阶段性底部



数据来源：WIND、东方证券财富研究中心

二、中国金融周期：指标构建与阶段划分

从流动性创造机制来看，央行在银行间市场，通过公开市场操作等货币政策工具，向商业银行投放基础货币、调控金融市场流动性，构成流动性供应的第一层级；商业银行通过信贷等方式向实体经济提供流动性，实体经济再以存款等形式将货币回流至金融体系，通过乘数效应实现信贷扩张，对应实体经济层面的流动性。

流动性的层级在以银行为主的金融市场体系中相对直观。货币传导机制顺畅时，上述两个层级的流动性具有一致性，即货币政策通过调控金融市场流动性，来引导实体经济流动性。社会融资规模相对全面地衡量了实

实体经济从金融体系获得的资金。社融与以 M2 为代表的货币供应量，分别代表了金融机构的资产和负债方[1]。目前，我国市场化利率体系基本形成，货币市场对应金融资产交易的资金成本，信贷市场对应实体经济的融资成本。比起由银行主导的货币和信贷市场，股债等直接融资部门的流动性机制相对简单，非银金融机构在其中起到了联通多层次资本市场的关键作用。

我们对流动性的理解，主要从宏观流动性和股市流动性两个维度展开，前者分别从金融体系、实体经济两个层次，反映宏观层面的金融市场资金状况和实体信贷松紧程度，后者主要分析权益市场内部的资金供需边际变化。其中，金融流动性考虑了从央行到金融机构，以及不同层级资本市场内、金融机构之间的流动性，实体流动性反映了最终进入居民、非金融企业部门的资金。

金融流动性对货币、信贷和债券市场价格的影响相对直接，资金在不同金融市场间的配置状况，会直接影响资产价格，作为央行流动性供应的入口，对实体经济也有较强预测能力。实体流动性提供了股市的主要资金来源，并通过影响经济基本面、企业盈利预期、市场风险溢价进而影响估值，可以说，宏观流动性奠定了股市流动性的基础。此外，随着金融市场深化、投资者结构的丰富，股市内部的微观结构和资金流动，短期内对股价的影响越来越大。即使在宏观流动性相对充裕的情形下，由市场情绪、流动性恐慌等短期因素导致的场内资金紧张，也可能导致股市表现不佳。因此，有必要结合资金供需方行为对场内资金的影响，单独考察股市内部

的流动性。

基于对以上流动性内涵的理解，我们分别从金融、实体、股市三个维度，选取了 37 个核心量价指标，利用主成分分析（PCA）构建了综合流动性指数，以全面反映流动性状况（图 3），并利用该指数考察流动性和资产价格的关系。通过计算总体流动性指数和三个分维度的指数与资产价格的相关性，我们发现，总体来看，股、债、大宗商品和综合流动性均呈现正相关。其中，股票、工业品相关性更强；股票受实体、股市流动性影响较大，尤其是后者，债券受金融流动性影响更大，工业品和实体流动性相关性较高。值得强调的是，我们构建流动性指数是为了刻画当前金融状况，并识别历史上可能存在的金融周期，而非寻求和股价等相关性更强的指标。因为几乎对任何资产，都不存在单一且稳定的领先指标，但通过识别周期并计算历史阶段的资产表现、发现可能存在的规律，能从配置层面，为当前位置提供参考。

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_42355

