



未来宏观形势和市场行情的几个推演

摘要

未来有三条主线，一是企业现金流情况；二是中美两国宏观经济和政策预期差；三是贸易摩擦走势。

第一条主线下，企业现金流是由经营情况和融资环境共同决定的，经营情况与宏观经济密切相关，短期内宏观经济还不具备复苏的可能，而融资环境本质上取决于银行的风险偏好，银行风险偏好则是由宏观经济和监管风向共同决定。近几年来银行的顺周期行为更为明显，再加上宏观大政方针仍然是去杠杆防风险，此时银行风险偏好提升的可能性并不大。

第二条主线下，一种情况是美国经济超预期下行，那么美联储加息和缩表必然会放缓，美元将下跌，而美股压力反而可以得到缓解，中美两国货币政策方向重新趋同，那么人民币贬值趋势就结束了，随着中美利差重新走阔，国内资产价格外部压力将缓解；另一种情况是美国经济仍然稳健，甚至后期再度走强，尽管这种可能性不是很高，那么全球流动性仍将继续收紧，美股下跌的可能性高于上涨，而且在其他主要国家宏观经济均出现下行的情况下，国际资本将继续流入美国推高美元指数，那么新兴市场国家仍然会很难熬，人民币可能进一步贬值，国内宏观政策空间继续受到挤压，股市、楼市都是利空，债市涨势也将继续一波三折；

第三条主线大致有三种可能，一是停战和好，二是打打停停，三是大打出手，个人认为还是第二种可能性最大，这种情况就是一个现状的延续，也是 A 股的一个压制因素和趋势改变的阻碍。而第一种对于 A 股利好是最大的，改善将是最明显的，第三种将是利空，但是利空也已经 PRICE IN，下跌空间也有限。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

未来宏观形势和市场行情的几个推演

2019 开年以来全球资产价格走势发生了一些变化，近来一些资产相比于去年的走势发生了很明显的逆转，比如美元指数大幅下跌、美债收益率大幅下行、人民币大幅反弹、原油价格反弹、VIX 恐慌指数持续回落、美股反弹、A 股有所起色等等，要理解这种情况的发生以及判断这种走势是否具有可持续性，还得从主导去年全球资产走势的主要宏观逻辑说起。2018 年主导国内资产价格走势的三大因素分别为：企业部门现金流恶化、贸易摩擦和中美两国经济走向的分化。

企业（非金融部门）现金流状况是由两个周期维度共同决定的：一是由经营情况决定的库存周期；二是能否获得外部融资（在中国情况下主要是信贷周期）。如下表总结：

当宏观经济走向复苏乃至繁荣、企业进入被动去库存乃至主动补库存周期，产品销量和利润增加时，如果容易获得信贷，那么杠杆率将保持稳定或上升，现金流充沛或稳健，如果不易获得信贷，则杠杆率会下降，但现金流情况仍然不差；

当宏观经济走向衰退乃至萧条，企业利润下滑、进入被动增库乃至主动去库周期时，如果容易获得信贷，那么杠杆率将上升，现金流仍可勉强度日乃至好转，如果不易获得信贷，那么杠杆率将攀升，同时现金流急剧恶化。所以企业是否会加杠杆并不是企业自身能够决定的，它取决于宏观经济的走势和银行的风险偏好。

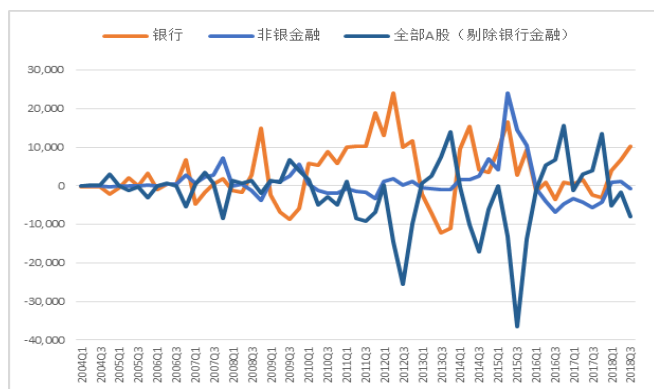
表 1、判断企业杠杆升降和现金流好坏的两个周期维度

信贷周期 库存周期	易获得信贷	不易获得信贷
被动去库存（复苏）	1、杠杆率稳定/现金流充沛	5、杠杆率下降/现金流稳健
主动补库存（繁荣）	2、杠杆率上升/现金流稳健	6、杠杆率上升/现金流一般
被动增库存（衰退）	3、杠杆率上升/现金流一般	7、杠杆率上升/现金流恶化
主动去库存（萧条）	4、杠杆率稳定/现金流好转	8、杠杆率下降/现金流恶化

A 股上市公司现金流净增长情况，以及工业企业利润和存货历史对比可以基本验证以上分析。从下面两图可以发现，近十年来我们经历过 3 次“衰退-萧条”小周期，分别是 2009 年、2012 年和 2015 年，即企业存货增速见顶下滑（从被动增库存走向主动去库存）、利润急剧下降的时期。

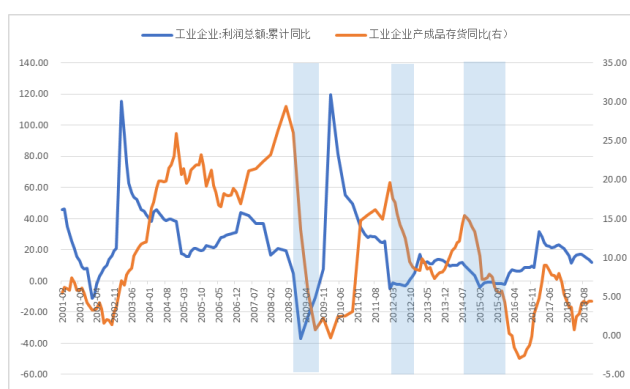
从 A 股现金流情况来看，2009 年虽然实体企业库存和利润情况恶化，但现金流是好转的，因为容易从银行获得信贷，09 年银行部门现金流出现了较大规模的负增长。但 2012 和 2015 年的情况则发生了很大变化，同样是实体企业库存和利润恶化，与此同时现金流也在急剧恶化，上市公司现金流净额（剔除金融）最低值也出现在 2012 年和 2015 年，说明这两个时期正是衰退叠加不易获得信贷的组合，因为银行现金流净额出现了峰值，银行顺周期行为更加明显。

图 1、A 股上市公司现金流净增加额总和季度值



资料来源：WIND 资讯 南华研究

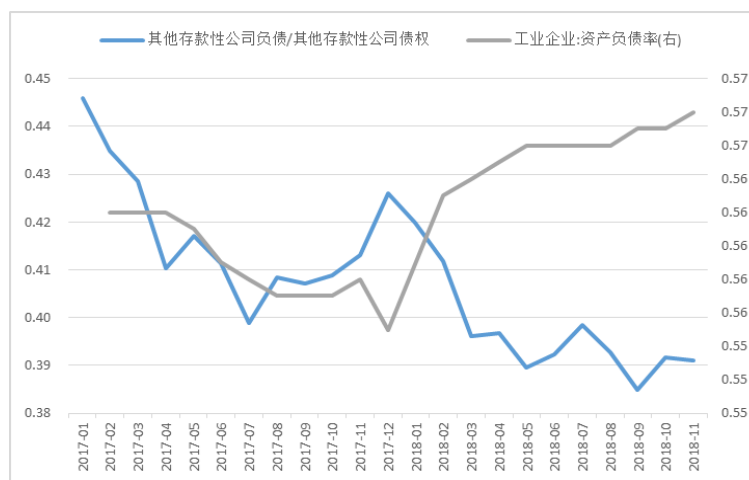
图 2、工业企业利润和产成品存货增速对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

2016 年 4 季度，也即上次经济衰退末期（被动去库存）、此次经济复苏初期，A 股上市公司（剔除金融）的现金流情况是最好的，但 2018 年以来情况明显转差，银行部门则明显好转。2018 年的情况是，一季度宏观经济尚可，二季度后逐渐下行，企业利润增速不断下滑，存货逐渐攀升，而受去杠杆和银行风险偏好下降影响，融资紧张环境全年持续，所以 2018 年是企业杠杆率上升和现金流恶化的一年，也是银行杠杆率下降的一年。18 年 1-11 月新增社融累计规模为 17.64 万亿，同比减少了 3 万亿左右，全年债券违约规模近 1200 亿，是 2017 年的近 3 倍。融资紧张和信用风险之间本身是一个恶性循环，融资紧张导致信用风险不断发酵，而信用风险反过来又导致资金更加难以获得。对于股票来说也是如此，信用风险导致股价下跌，股价下跌引发质押股票强平风险，反过来又导致投资者进一步抛售。

图 3、银行和实体企业杠杆率走势对比

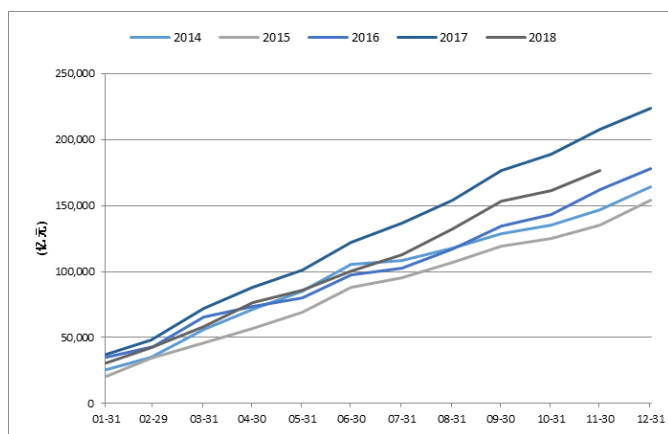


资料来源：WIND 资讯 南华研究

当然，2009 年四万亿之后，我国融资规模增长与经济增长不相匹配，这本身

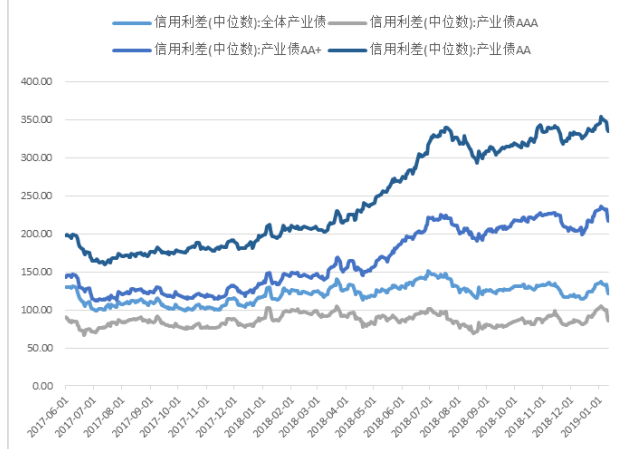
就有很多水分和庞氏融资风险，2018 年社融规模相比于 2017 年虽然降了不少，但仍然高于 2016 年，所以应当说只是挤出了水分，对实体经济并未伤筋动骨。企业现金流恶化的影响主要体现于资本市场上，也即股价下跌和信用利差扩大，从投资者的角度也很好理解，你肯定不会拿自己手里的现金去买一个现金流恶化的企业的股票或债券，一旦现金流无法维持，庞氏融资的游戏就无法持续。

图 4、新增社融规模累计值季节图表



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 5、产业债信用利差走势



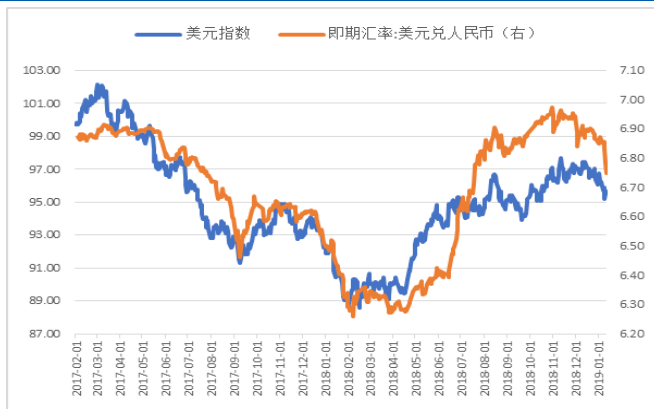
资料来源：WIND 资讯 南华研究

与此同时，贸易摩擦导致国内宏观预期急剧恶化，尽管实际影响才刚刚显现，但预期已经走得很远，叠加国内经济下行促使 A 股进一步下跌，而中美经济分化则导致货币政策的分化，美联储加了 4 次息，去年底鲍威尔的态度令市场认为今年可能还会再加息 3-4 次，这增大了市场的恐慌情绪，导致美股大幅调整、恐慌指数居高不下，而中国货币政策则一直保持宽松状态，导致人民币大幅贬值。

大宗商品方面，国际商品主要受两方面影响，一是全球宏观下行和贸易摩擦预期，二是美元指数的走强；国内商品去年的走势是 2016 年以来供给侧改革和环保政策的延续，当然三、四季度受到两方面的冲击，三季度寿光水灾和非洲猪瘟一度导致通胀预期大幅上行，叠加国庆后央行降准，使得大宗商品指数迅速冲顶，但在经济下行压力下，通胀预期只是昙花一现，四季度宏观经济的急转直下和原油的暴跌使得商品市场预期由牛转熊。

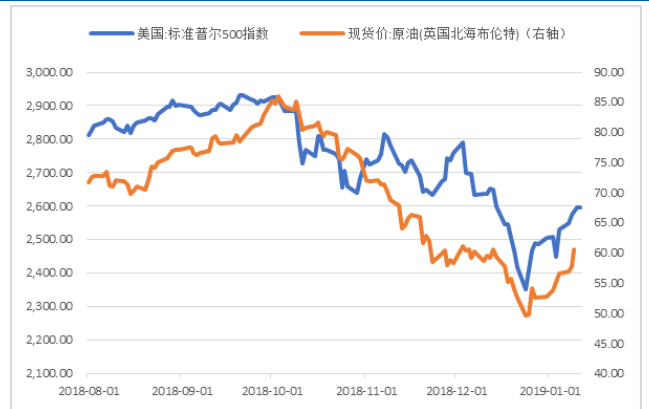
特别需要注意的是，在原油暴跌里面，其供需基本面的扭转只是一个导火索，导致原油暴跌的主要因素仍来自于全球宏观预期下行以及金融市场风险偏好减弱，所以可以看到，从去年底到现在，主导原油走势的主要逻辑发生了从供需基本面向宏观预期的转移。当然，原油价格的影响因素必然十分复杂，实际上，各类资产价格走势的影响因素都有很多，但我们需要找到其中共同的宏观影响因子，找到一段时期之内的主要宏观逻辑，而从去年底以来，原油与美股的逻辑中是能够找到共性的。

图 6、美元和人民币走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 7、标普指数和原油价格走势

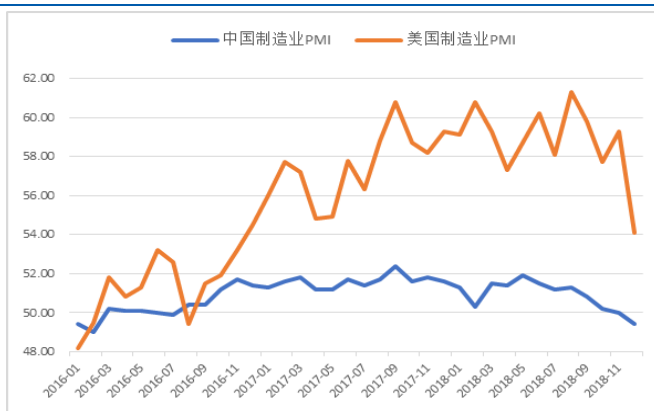


资料来源：WIND 资讯 南华研究

那么，今年以来情况又发生了什么变化？应该说美国经济的下行迹象和美联储加息态度的变化来得更快，更超预期。

首先，美国大量上市公司下调业绩预期，美股扛把子苹果公司 20 多年来首次下调经营前景；其次，1 月份美国制造业景气指数大幅下滑，创 2016 年以来新低；第三，美国政府停摆，截至目前停摆时间已打破历史记录，这也市场的另一大风险因素；第四，美联储主席态度反复无常，鲍威尔在 12 月底利率决议新闻发布会上表示美国经济前景并未改变，将保持缩表的步伐，1 月 4 日在美国经济学会年会上表示政策路径不是预定的，美联储在倾听市场的担忧，若缩表确是扰动市场的原因将调整缩表，这一表态是近期美股上涨、美元下跌的主因，而 1 月 10 日他在华盛顿经济俱乐部讲话时又否认了近期美国经济下行的风险，表示希望让资产负债表回归更加正常的水平，这一表态使美元有所企稳，但并未影响到美股的反弹态势。整体来看，鲍威尔表态的反复无常本身，已经说明了目前美国经济的不明朗以及金融风险正在加大，否则以鲍威尔的性格是不会向市场妥协的（刚公布的 13 年会议纪要显示他其实早就是一个鹰派）。

图 8、中美制造业 PMI 对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 9、中美两年期国债利差走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

与此同时，中国的情况还是在预期之内，上周公布的 PMI 数据和 1 月 10 日的通胀数据符合经济进一步下行的预期，显示未来有重新步入通缩的迹象，国内的宏观经济预期已经是非常悲观了，而且也持续了至少一个季度，所以市场对悲观已经不敏感，这种情况下未来的宏观政策成为一个主要看点。

从 12 月底的中央经济工作会议来看，只能说是微调，并没有超预期，年初货币政策即实施了全面降准，也只能说是符合预期，在这种情况下，中美两国货币政策之间的预期差开始收窄，这是人民币升值的主要原因。此外，之前地方债部分额度提前下达的消息、上周 5G 临时牌照发放以及国家发改委领导表示将出台稳住汽车、家电消费措施的消息使得市场关于基建和消费刺激政策的预期开始发酵，可见，外部压力的缓解以及政策刺激预期的发酵，是 A 股反弹的主要动力。贸易谈判方面，目前只能说是没有坏消息，这应该不是提振 A 股的主要原因。

所以，未来有三条主线，一是企业现金流情况；二是中美两国宏观经济情况和政策预期差；三是贸易战走势。

第一条主线下，我们上文已经谈到了，企业现金流是由经营情况和融资环境共同决定的，经营情况与宏观经济密切相关，中短期内宏观经济还不具备复苏的可能，而融资环境本质上取决于银行的风险偏好，银行风险偏好则是由宏观经济和监管风向共同决定。近几年来银行的顺周期行为更为明显，也即企业经营转差时银行更不愿贷款，所以认为降准就能带来宽信用的观点站不住脚，再加上宏观大政方针仍然是去杠杆防风险，此时银行风险偏好提升的可能性并不大。

但还有另外三种情况会改善风险偏好或者提振资产价格。一种是地方政府加杠杆，财政部大幅增加地方债融资额度，那么政府订单增加，企业现金流也会开始改善，银行的风险偏好也会有所上升；

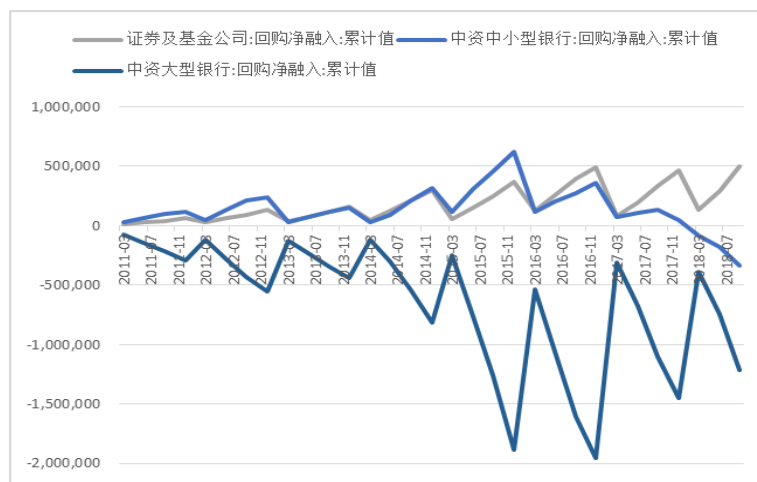
第二种是央行对信用风险进行兜底，前些日子央行三支箭里面的第二支箭，由央行下面的中债信用增进公司签保险对民营债进行支持，就是央行兜底的思路，包括近日引起广泛讨论的央行是否可以进场买股票问题，其实都是央行加杠杆和兜底的思路，这种思路下的做法可以较大程度地改变目前金融机构的风险偏好情况，利好实体经济；

第三种是银行体系流动性的溢出。随着货币政策逐渐宽松，银行内部流动性日益泛滥，市场利率持续走低，在不愿增加贷款的情况下，银行资金会流向非银机构以寻求更高回报，这种情况其实今年以来都比较明显，其他金融机构的资金净融入规模在持续扩大，大型银行融出规模大于去年同期水平，连中小银行都由净融入方变为净融出方。这种情况其实与今年以来的金融监管收紧政策密切相关，以前银行规避监管获取更高利润的手段是委外和信托，今年监管收紧之后，虽然委托信托通道封死，但银行资金依然要寻找出路，这就是为什么在实体经济较差的情况下，金融和地产部门永远最容易获得流动性。所以随着银行流动性的外溢，后面可能股市就会有有机，为什么券商股对货币宽松的反应比银行雀跃得多，也是这个原因。

在这里可以再回顾一下 2014 年 Q4 至 2015 年 Q2 股市的暴涨，那次暴涨为什么会发生，有两方面重要因素，一是市场对经济见底的时间产生了误判，从 A 股现金流情况可以看到 2014 年 Q3 有一个阶段性的低点，所以当时实体经济容易引发基本面见底的误判；第二个就是上述的流动性溢出效应，2014 年底是大规模降

准降息的开始，也是银行资金融出规模大幅攀升的开始，当流动性越来越泛滥和利率水平越来越低之时，为了追逐更高的收益，金融机构必然是要加杠杆的，这种情况利好股债、利空实体。

图 10、金融机构资金净融入情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

第二条主线下（中美经济和政策预期差），一种情况是美国经济超预期下行，那么美联储加息和缩表必然会放缓，美元将下跌，而美股压力反而可以得到缓解，中美两国货币政策方向重新趋同，那么人民币贬值趋势就结束了，随着中美利差重新走阔，国内资产价格外部压力将缓解；

另一种情况是美国经济仍然稳健，甚至后期再度走强，尽管这种可能性不是很高，那么全球流动性仍将继续收紧，美股下跌的可能性高于上涨，而且在其他主要国家宏观经济均出现下行的情况下，国际资本将继续流入美国推高美元指数，那么新兴市场国家仍然会很难熬，人民币可能进一步贬值，国内宏观政策空间继续受到挤压，股市、楼市都是利空，债市涨势也将继续一波三折；

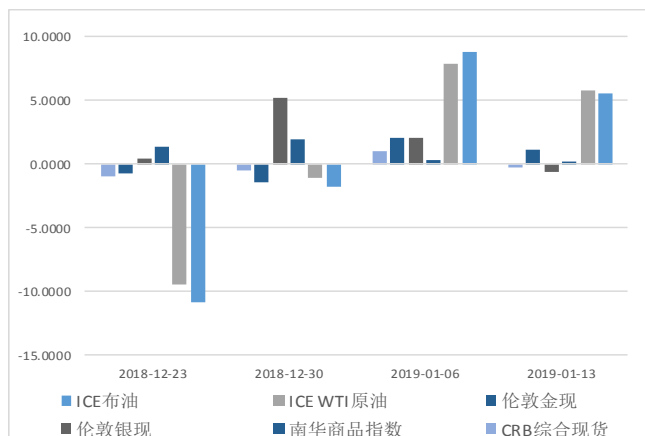
值得注意的是，以上情况里面只有地方政府和央行加杠杆兜底是利好商品的，其他情况对于商品都是利空，美国经济下行等于确认全球宏观再次步入下行周期，这本身利空商品，虽然美元下跌和美联储暂缓缩表可能改善风险预期，但这不是商品基本面的主要影响因素，货币政策对股市和债市的利多要强于商品；美国经济继续强劲则相当于延续目前商品走势，中国经济的情况也难以对商品形成提振，2019 年商品应该是最难做的资产，波动率可能下降。

贸易战方面，大致有三种可能，一是停战和好，二是打打停停，三是大打出手，个人认为还是第二种可能性最大，这种情况就是一个现状的延续，也是 A 股的一个压制因素和趋势改变的阻碍。而第一种对于 A 股利好是最大的，改善将是最明显的，第三种将是利空，但是利空也已经 PRICE IN，下跌空间也有限。

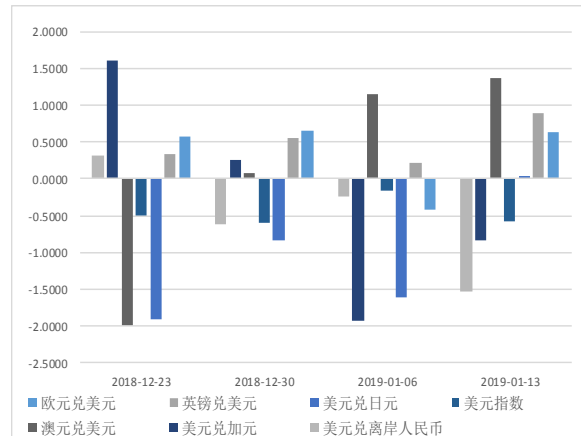
【本周全球大类资产表现】

2019年1月14日

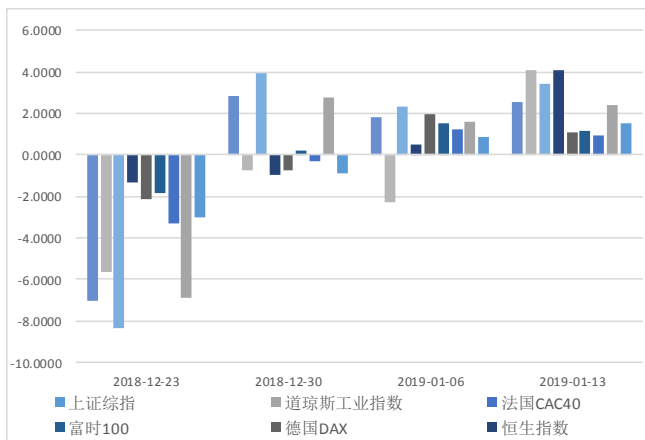
主要大宗商品涨跌幅



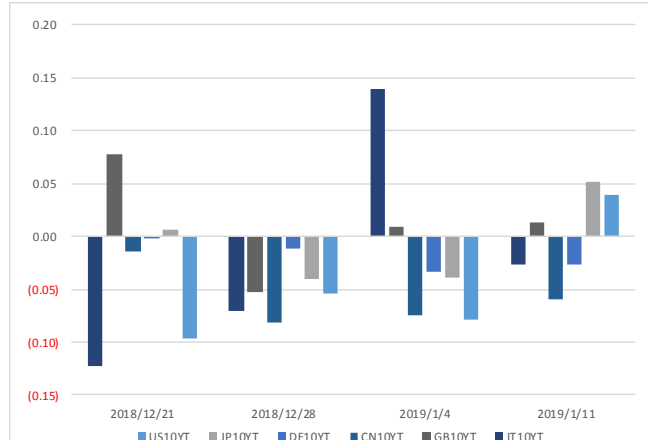
全球主要货币对涨跌幅



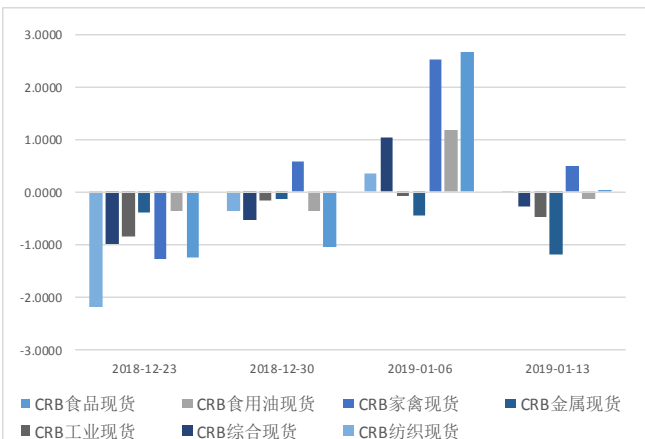
全球股指涨跌幅



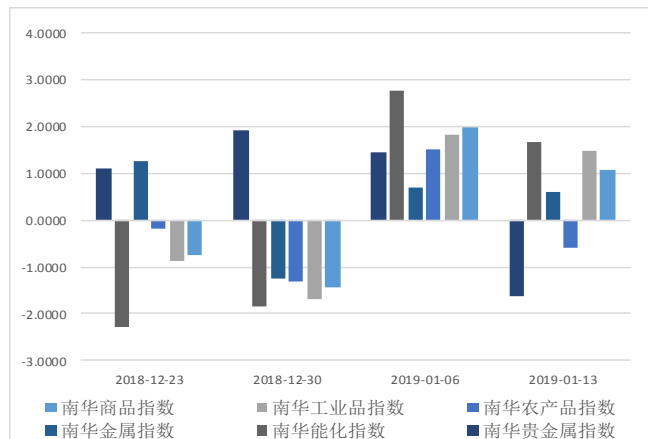
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话：0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话：0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话：010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话：020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

济南营业部

地址：山东省济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

嘉兴营业部地址

嘉兴市南湖区文桥路 505 号融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net