



## 股市大涨背后的宏观资产逻辑

### 摘要

目前宏观经济最主要的三个变量：一是银保监会和人民银行宽信用所做的努力在开始产生效果；二是全球市场流动性紧缩逐渐结束的一致性预期已经形成，外围恐慌情绪在改善，对我们来说是一项利好；三是中美贸易谈判前景在变好，对于股市而言是一个比较大的利多因素。

未来走势的判断方面，由于宽货币开始向宽信用转化，因此市场对于债券的看法在开始变化，年初债市走牛的一致性判断现在很不牢固，如果宽信用能够维持这样的增长态势，那么债市走弱是一定的，但是股市和期市仍有较大的不确定性。我们认为A股向牛市转化的条件还不具备，此次行情不是2016年初，因为缺乏宏观基本面支撑，从资金面来看比较像2014年底，而且考虑到监管因素，不太可能出现类似2015年的暴涨，后面很有可能出现回调和再次探底，当然我们还是需要不断观察宏观经济形势变化以及宽信用对于企业经营的影响，观察短期躁动向长期慢牛转化的可能性。

商品方面，需求的逻辑和股市略有些类似，但是预期的作用没有那么强。从宽信用的角度讲，我们同样关注信贷能否真正提振企业投资需求。从目前宽信用的情况来看，商品和股市应该不会发生像2015年那样的背离，但由于实体经济去库存仍在进行当中，产能利用率不断下降，商品的表现大概率会弱于股市。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

## 股市大涨背后的宏观资产逻辑

回顾过去几年的市场预期和实际走势，比较经常出现的是年初的预期到了年底往往会被打脸，根本原因是什么，一是对宏观的误判（包括海内外的情况），二是对政策的误判。而今年年初比较一致的预期是商品看空，债市看多，股市看平（我们的预期是债市看多，股市看平，商品震荡），目前的情势来看，有一定打脸的可能。

这里面最主要的两个变量就是上面说到的两点，一是宏观方面，银保监会和人民银行宽信用所做的努力在开始产生效果，而最近中办、国办出台的支持实体经济融资的文件也非常给力。促进银行给实体经济融资，最关键还是要充实银行资本，同时改变银行的信贷审批和激励机制，这份文件的措施若能落实将有望在这些方面取得突破；

二是海外经济方面，美国经济数据下行非常快，比如2018年12月的零售数据创下2009年以来的新低，目前加息预期可能最多是1次，经济继续转差的话估计加息已经走到尽头，甚至目前是出现了一定的宽松预期，比如近期欧洲央行执行委员Benoit Coeure表示，新一轮定向长期再融资操作（TLTRO）是可能的，要确保新的TLTRO能为正确的目标服务。无独有偶，日本央行行长黑田东彦则在上周二表示，如果日元急剧上涨伤及经济并破坏实现2%通胀率目标的计划，日本央行准备好进一步扩大刺激政策。所以，从全球市场来看，目前流动性紧缩逐渐结束的一致性预期已经形成，因此外围市场的恐慌情绪在改善，对我们来说是利好的，美元指数目前已基本见顶，人民币也已开启反弹，资金外流的压力有所缓解，政策上操作的空间越来越大。

此外，还有另外一个关键变量是中美贸易谈判前景在变好，这里我们需要区分两个事情：一是贸易摩擦预期对金融市场的影响，中美两国谈判前景向好对于股市而言是一个比较大的利多因素，尤其是前期受贸易摩擦压制的高科技板块近期有比较可观的反弹，而且如果贸易问题解决，这种反弹的持续性是比较强的；二是全球宏观经济对实际进出口的影响，目前全球不少国家和地区的经济增速已经出现明显的放缓，这对国际贸易会有比较明显和直接的影响，波罗的海干散货指数（BDI）下滑至2016年以来的最低水平，所以虽然贸易摩擦前景改善，但是在大的宏观经济周期下，国际贸易增长可能还是会下行。

图 1、VIX 恐慌指数走势

图 2、BDI 走势



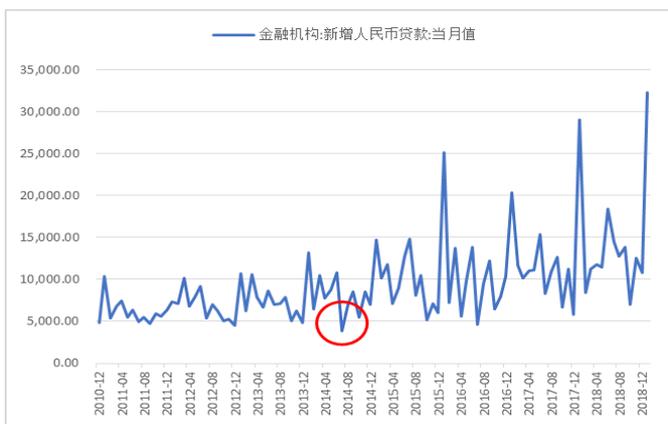
资料来源：WIND 资讯 南华研究



资料来源：WIND 资讯 南华研究

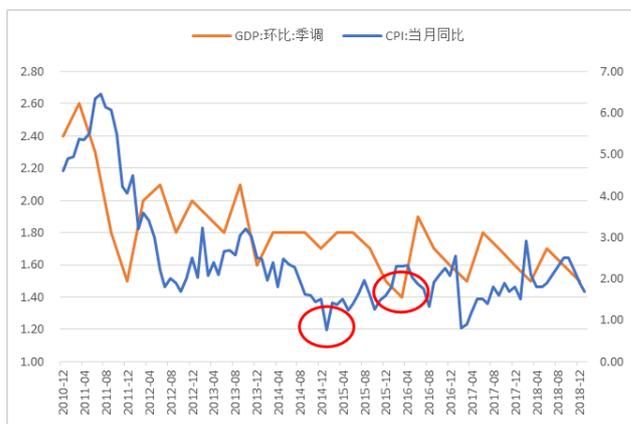
那么，具体到国内各种资产上面，还需要进行具体分析。股市方面，目前的情况到底仅仅是有一个春季躁动，还是所谓的熊末牛初的转换？回顾近几年股市的走势，2014年底2015年初有过一次暴涨，之后是大幅向下调整，直到2016年初至2018年初才有了一个比较长时间的反弹。和宏观经济对比来看，2014年底开始的货币大放水对当时的市场有很大的推动作用，同时当时市场对于宏观经济是出现了误判，认为已经见底，当时确实有一些数据出现了阶段性的新低，比如2014年7月新增贷款创金融危机之后的单月新低，企业现金流情况恶化，2015年1月CPI同比也是金融危机后新低，但实际上宏观经济还没有见底，直到2016年初才见底，所以到了那个时候股市的底部才是比较坚实的。

图 3、2014 年 7 月新增信贷出现假信号



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 4、GDP 增速 2016 年初才真正见底



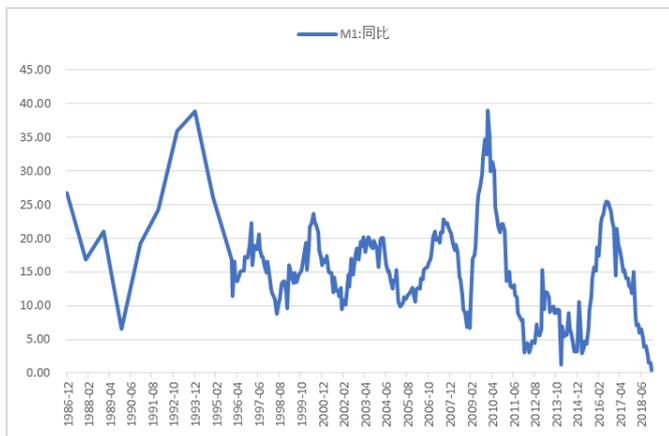
资料来源：WIND 资讯 南华研究

那么，现在的情况到底会是 2014 年底，还是 2016 年初呢？目前和 2016 年比较相似的一个情况是信贷放量，而且社融规模一改 2017 年以来的疲弱态势，创出历史新高，不可否认其中有水分，但是中长期信贷和企业债券发行也有较大幅度的增长。所以很明显的是，宽货币开始向宽信用转化了，因此市场对于债券的看

法在开始变化，年初债市走牛的一致性判断现在很不牢固，如果宽信用能够维持这样的增长态势，那么债市走弱是一定的，但是股市和期市仍有较大的不确定性，不确定就在于信用资金到底流向实体经济的哪里。2018年企业违约规模是创历史新高，但是企业破产清算的规模有多大呢？如果资金继续去给这些经营不善的企业续命，那么宽信用并不能对宏观经济的长期健康发展有所助益，中期来讲对股市和期市的提振作用也会很有限。当然，目前确实有一些热点对股市产生了一定影响，比如贸易情绪改善，资本市场改革以及5G概念等等，贸易悲观情绪对市场的抑制作用之前持续了半年多时间，另外资本市场的重要性提到了更高的高度，所以预期的扭转会有一个持续发酵的过程，悲观因素持续的时间越长，后期扭转的力度也会更猛，持续时间更长，但是中期来看热点还是要服从于宏观基本面。

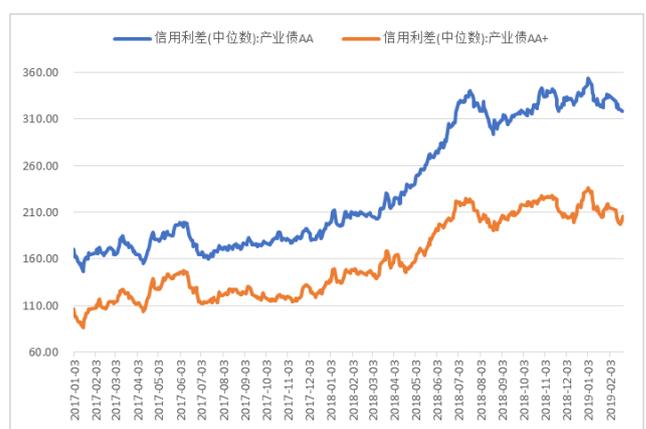
而且，虽然1月份的融资数据很好，但M2同比改善有限，M1同比增速还在持续下滑，这说明经济体的现金流情况还在继续恶化。我们可以看到2015年下半年到2016年上半年M1同比增速在不断回升并达到一个高点，这其实是一个企业去杠杆、去库存乃至持币观望的一个时期，但是目前M1增速还在持续下降，说明企业的去库存还没有完成，企业经营业绩还未见底。而且从信用利差来看，虽然2018年底以来有所下降，但是降的比较慢，目前还是处于一个很高的位置，说明违约风险还远未解除。从这个角度来讲，A股向牛市转化的条件还不具备，此次行情不是2016年初，因为缺乏宏观基本面支撑，从资金面来看比较像2014年底，而且考虑到监管因素，不太可能出现类似2015年的暴涨，后面很有可能出现回调和再次探底，当然我们还是需要不断观察宏观经济形势变化以及宽信用对于企业经营的影响，观察短期躁动向长期慢牛转化的可能性。

图 5、M1 走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 6、产业债信用利差走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

商品方面，需求的逻辑和股市略有些类似，但是预期的作用没有那么强。从宽信用的角度讲，我们同样关注信贷能否真正提振企业投资需求。对比2014年以来南华工业品指数和上证综指，可以发现两次比较显著的背离：一是2014年底2015年初，股市暴涨，商品继续下跌，主要原因就是货币宽松、资金脱实向虚，宽货币未能向宽信用转化，实体经济还在持续去库存当中；二是2018年以来宏观

经济悲观气氛弥漫，企业融资困难，利润增长下滑，股市持续下跌，但商品市场由于供给面去产能去库存以及环保因素的作用，依然存在较强的支撑，另外地产行业加快开工对黑色产业链有比较强的提振，这里面存在一定特殊性，所以2018年商品整体还是在牛市趋势里。是不是一定要商品下跌股市才能上涨，其实两者之间并不存在这样的必然联系。从目前宽信用的情况来看，商品和股市应该不会发生像2015年那样的背离，但由于实体经济去库存仍在进行当中，产能利用率不断下降，商品的表现大概率会弱于股市。

图7、上证综指和南华工业品指数对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图8、工业存货和产能利用率情况

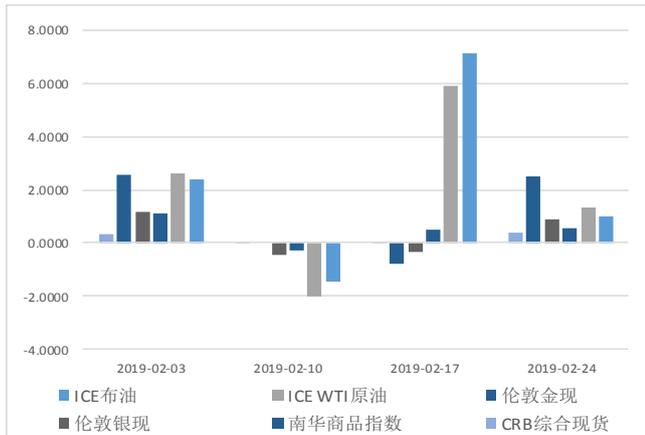


资料来源：WIND 资讯 南华研究

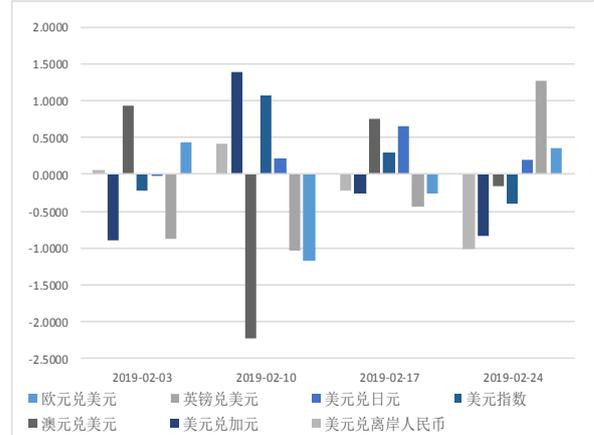
**【本周全球大类资产表现】**

2019年2月25日

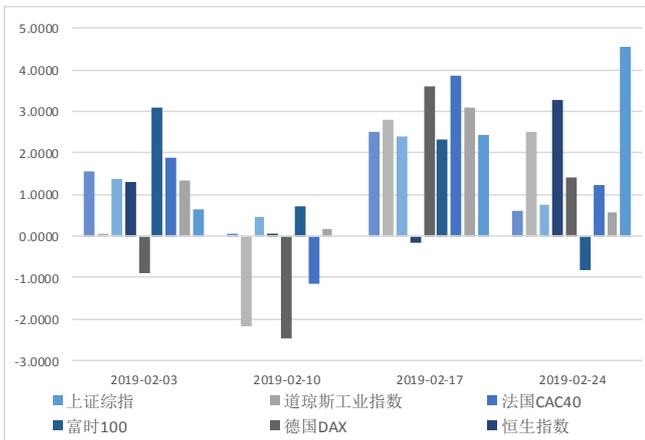
**主要大宗商品涨跌幅**



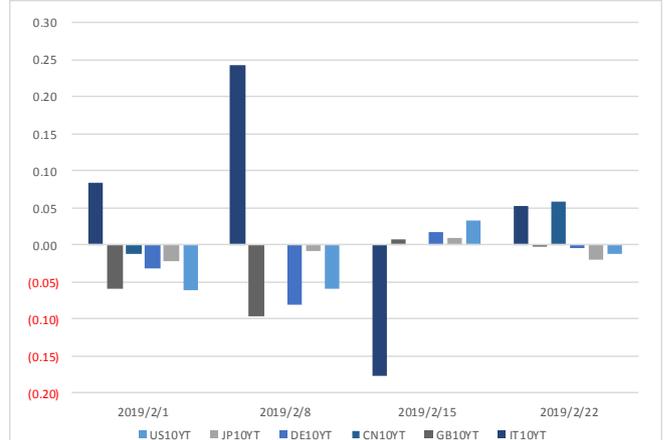
**全球主要货币对涨跌幅**



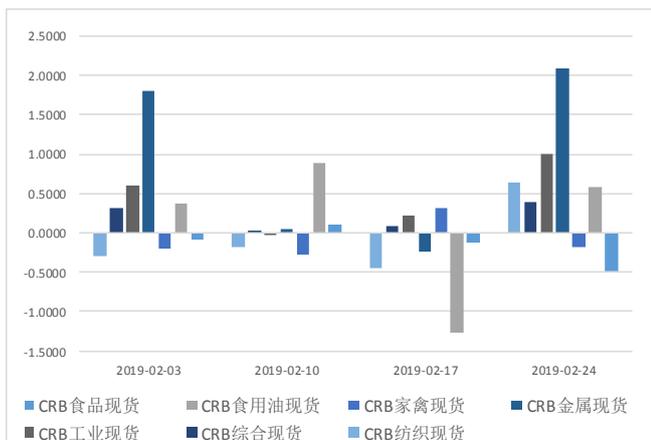
**全球股指涨跌幅**



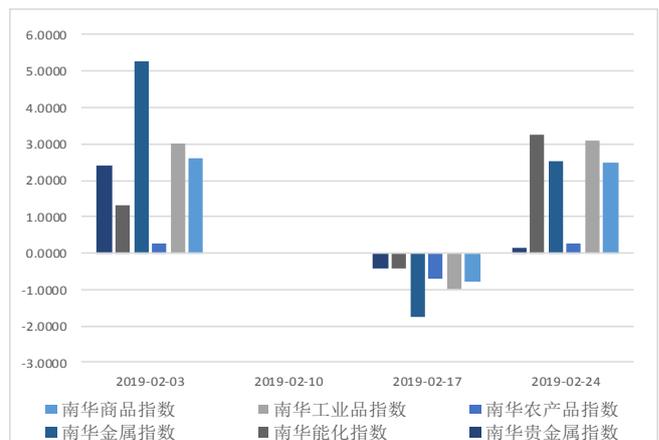
**全球债市涨跌基点**



**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**

汕头市龙湖区金沙路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](http://www.nanhua.net)