

从宏观角度看股市上涨的可持续性

摘要

宏观复苏的两条路径一是通过做大泡沫托起经济，二是逼迫资金流入实体经济，而且是流向实体经济的高效和技术研发部门，才能从长期上提高经济增长潜力。未来宏观见底复苏的路径有可能是上述两种情况的折中，一方面流动性的宽松会促使资产价格的上涨，另一方面资产价格的上涨有助于金融结构的改革，但短期来看资产泡沫化的可能性很高，我们需要避免 2015 年那种暴涨暴跌的情况。大宗商品方面情况也类似，需要认识到目前我们仍然处于宏观经济的下行周期当中，中下游行业去库存阶段还未完成，企业经营业绩还未见底，现金流情况仍然不容乐观，不少企业仍然存在较大的违约风险，一旦终端需求继续恶化，那么大宗商品的低库存现状也不足以构成支撑。当前的宏观乐观因素仅仅是整个下行环境当中的一些利好，在这种情况下，大宗商品出现金三银四行情可能性不高。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

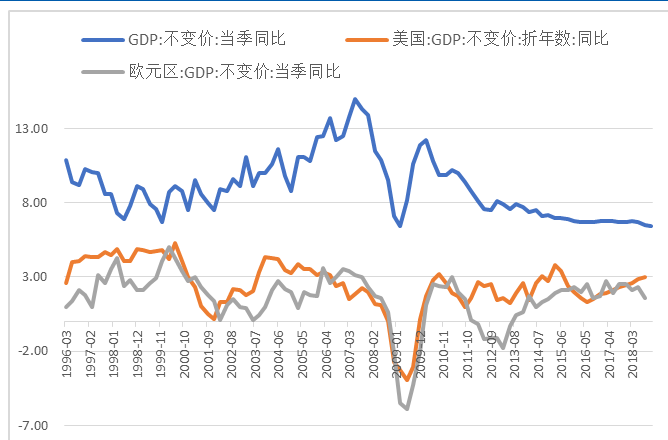
010-83168383

从宏观角度看股市上涨的可持续性

年初以来股市持续放量上涨，这里面既有宏观经济的因素，也有政策面和消息面的原因，那么此轮 A 股上涨持续的时间能有多长，如果 A 股的上涨能与宏观经济的逐渐回升相结合，那么持续时间将是比较长的，如果宏观经济持续下行，那么 A 股的上涨大概率将只是昙花一现。所以我们需要换一个思路来考虑问题，宏观经济到底在什么样的条件下会见底，并重新走向复苏？

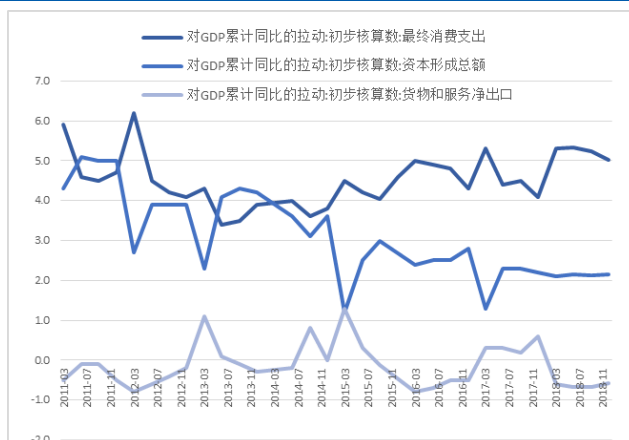
可以看到，国内宏观经济增速从 2010 年之后一直是处于一个持续下行的态势，现在 2018 年已经过去了，回过头会看得更清楚，目前我们依然是处于一个长周期的增长下行趋势当中，这是我和欧美比较不同的地方，他们是在一个低增速的区间里面波动，我们增速还是比较高，但还在不断下滑，这里面会带来很多新问题，但也不必太悲观。

图 1、中美欧 GDP 增速对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、投资、消费、出口对国内 GDP 的拉动情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

在这种长周期的增长下行当中，2015-2017 年出现了一些波动。2015 年在货币政策大幅放松的条件下，金融资产价格开始启动，首先是股票和债券，然后是房地产。金融资产的上涨引发了财富效应，之后消费和投资才出现回暖，2016 年汽车消费量大涨，叠加棚改政策房地产投资开始回暖，所以 2016 年是消费和投资共同托住了 GDP 增速，这里面宏观政策起到了相当大的作用，尤其是货币政策，先把资产价格搞上去再拉起 GDP 增速。

而到了 2017 年的时候则是出口在托底，2017 年消费和投资对 GDP 拉动率同比是下降的，一方面汽车销售增速大幅回落，楼市在 2017 年下半年逐渐进入观望期，房地产调控政策陆续出台，另一方面海外进入加息周期，我们的货币宽松政策也需要逐渐退出，但是受海外经济复苏的影响，净出口拉动率同比上升了 1.1 个百分点，这个是很可观的，可以说 2017 年是出口在托底。

那么 2018 年发生了什么变化？海内外金融条件在同时收紧。我们最好不要把国内的金融和地方政府去杠杆看成一种孤立政策，而是看成一个长周期的宏观刺

激政策在寻求调整和退出的过程，这其实和欧美退出 QE 是一个道理，是经历了金融危机超常规刺激之后出现的一个必然调整，这里面既有风险的考虑，也有为未来的政策腾出空间的考虑。那么收紧其实就是一个挤泡沫的过程，但是和欧美不同的是，我们仍然是处于一个长周期的下行趋势当中，各种成本在不断抬升，投资回报率逐渐下滑，所以实体经济的复苏缺乏一个坚实的支撑，也无法承受宽松政策退出带来的紧缩环境。

所以可以看到一个很清晰的逻辑，2015 年做大泡沫托起经济，2018 年挤掉泡沫使得经济增长重回下行轨道。那么现在是不是这个逻辑要重新走一遍，回顾 2018 年以来的各种政策，我们可以看到两条路径。第一条是以上逻辑重新走一遍，2018 年货币开始宽松，债牛去年已经启动，现在股市也开始涨起来，这条路径非常容易，做大泡沫非常容易，但是难点在于不要让泡沫太快破灭；第二条是逼迫资金流入实体经济，而且是流向实体经济的高效和技术研发部门，才能从长期上提高经济增长潜力。长期的宏观经济增速降到什么时候是底，其实就是当技术创新使得投资回报能够超过成本上涨的时候。这个的难点一是要在体制机制上做文章，二是金融部门要给实体部门让利，金融供给侧改革的意义就在这里。

但是短期来看，第二条路径是比较困难的。一是目前全球宏观经济又重新进入一个下行周期当中，海外的经济情况会对我们产生比较大的影响；

二是国内的经济情况也不乐观。最新公布的数据显示，2 月份官方 PMI 为 49.2%，环比下降 0.3 个百分点，由于 2 月份是春节，PMI 环比继续下滑是正常的，但是从分项指标来看，生产、新出口订单以及进口指数均创 2008 年以来的新低，说明除了春节因素之外，贸易问题、宏观周期下行也产生了相当大的影响。而且上述三个指标之间有较强的相关关系，新出口订单的大幅下滑导致生产指数的大幅下滑，而生产下滑又大幅降低了进口需求，所以之前公布的进口数据也非常低，从 PMI 数据来看，2 月份进出口仍不太乐观，而且从全球贸易情况来看，进出口短期大幅改善的可能性不大。不过从总的订单指数来看，国内的需求还不至于大幅下跌。除了进口下滑之外，原材料库存、从业人员和采购量指数均大幅下降，产成品库存指数有所下降，说明企业主动去库存的意识较为强烈。库存没有继续积压是一个稍微乐观的情况，而且从历史数据来看应该还是处于一个比较低的位置，后期剧烈下行的可能性较低，但是还有一个较大的去库存空间。另外我们看到 2 月份的生产经营活动预期环比有一个比较大的反弹，这可能也是宏观乐观因素在起作用；

图 3、生产、新出口订单以及进口指数均创危机以来新低 图 4、采购和就业指数显示企业主动去库意识明显

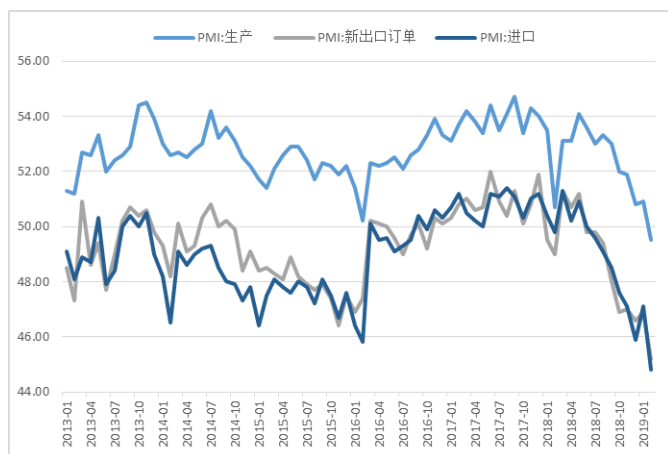


图 5、产成品库存还有一定去化空间

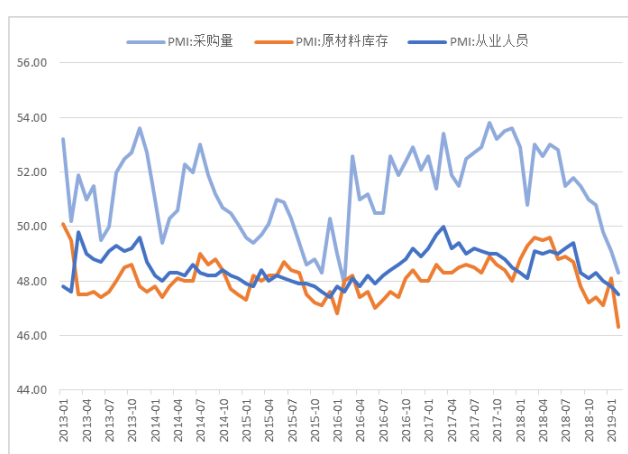
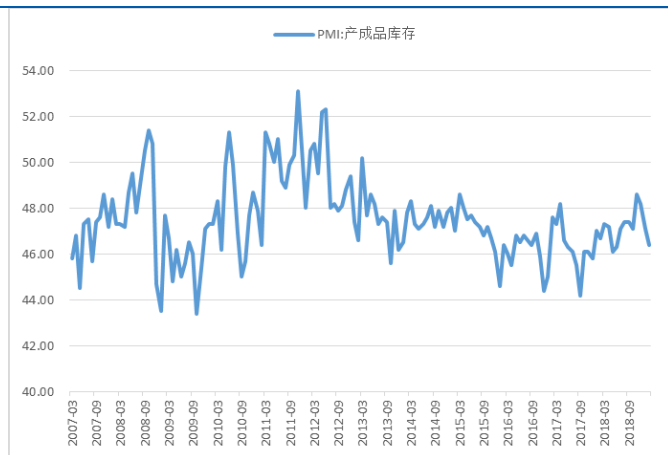
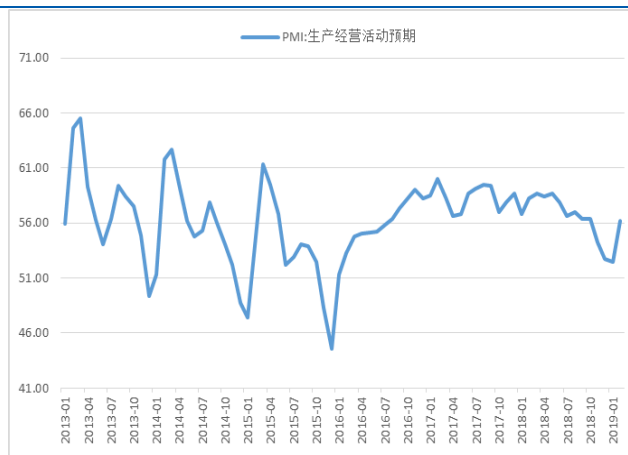


图 6、企业生产经营活动预期有所回升



资料来源：WIND 资讯 南华研究



资料来源：WIND 资讯 南华研究

三是金融体制机制的改革是一件长期的事情。近几年来，国内银行系统对实体经济的支持作用一直不尽如人意，2018 年央行推出了多项支持实体融资的货币政策创新工具，但实际效果比较有限，其中原因固然与监管因素以及银行的体制机制有关，但根本原因仍在于银行信贷特点本质上与我国经济结构转型不相匹配。由于银行负债来源于存款人，出于风险考虑往往要求企业提供抵押品，即使是信用贷款也依然要求对于企业经营有一套较为明确的判断标准，诸如订单、现金流之类，但在经济转型的过程当中涌现了大量新兴行业，这些行业的盈利前景往往难以用一套明确的标准进行判断，对这些企业进行贷款某种程度上超出了银行的能力范围，因此需要大力发展资本市场。所以，把资本市场的作用提到一个更高的高度是中央做出的一项重大的金融改革举措，这对于未来中国金融结构改革的影响将是深远的，但这也不是一朝一夕的事情。

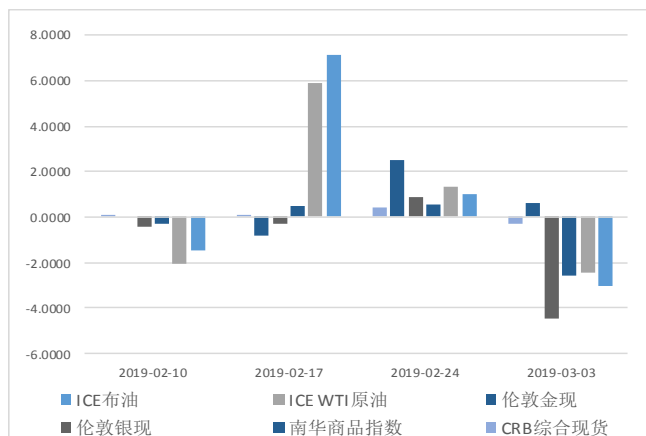
所以未来宏观见底复苏的路径有可能是上述两种情况的折中，一方面流动性的宽松会促使资产价格的上涨，另一方面资产价格的上涨有助于金融结构的改革，但短期来看资产泡沫化的可能性很高，我们需要避免 2015 年那种暴涨暴跌的情况。大宗商品方面情况也类似，需要认识到目前我们仍然处于宏观经济的下行周期当中，中下游行业去库存阶段还未完成，企业经营业绩还未见底，现金流情况

仍然不容乐观，不少企业仍然存在较大的违约风险，一旦终端需求继续恶化，那么大宗商品的低库存现状也不足以构成支撑。当前的宏观乐观因素仅仅是整个下行环境当中的一些利好，在这种情况下，大宗商品出现金三银四行情可能性不高。

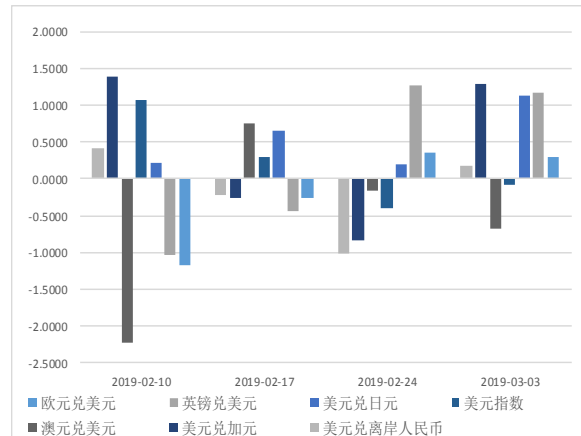
【本周全球大类资产表现】

2019年3月4日

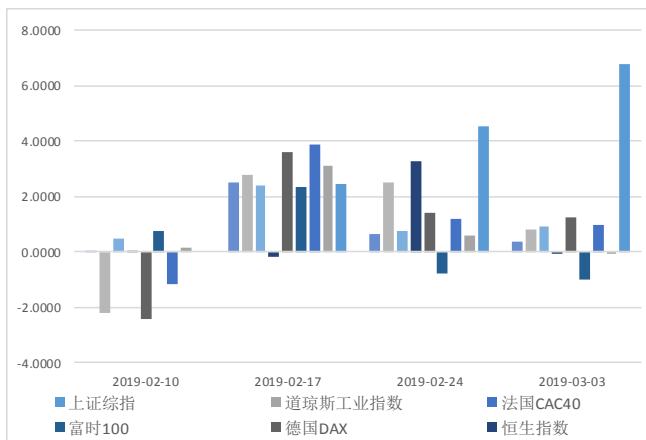
主要大宗商品涨跌幅



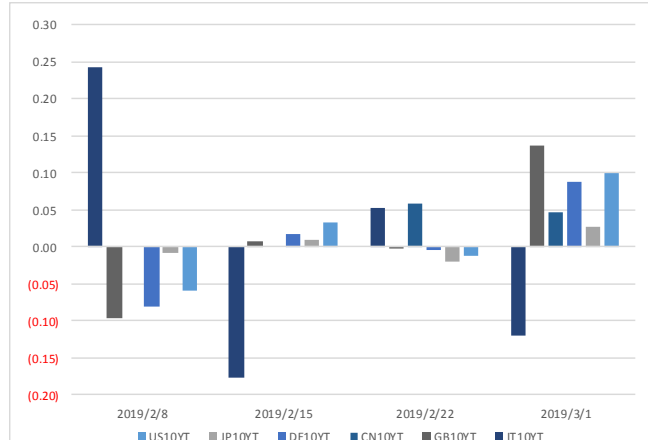
全球主要货币对涨跌幅



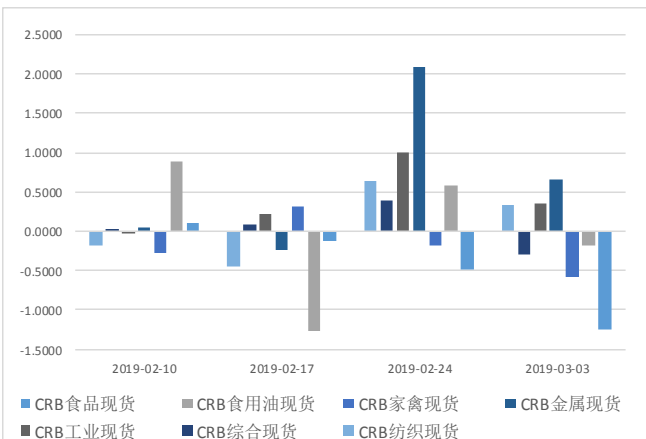
全球股指涨跌幅



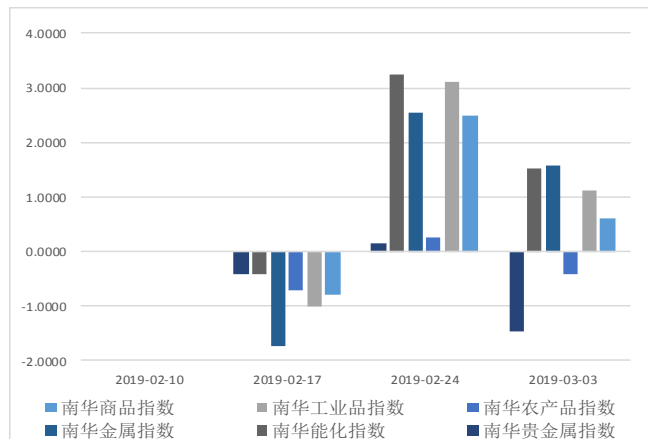
全球债市涨跌基点



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