中航证券研究所
所长 董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师 方堃
证券执业证书号：S0640520080001
电话：010-59562524
邮箱：fangk@avicsec.com

一季度股债或继续分化，维持股优于债的判断

策略深度报告　　2020 年 11 月 29 日

摘　要

- 我们测算的名义产出缺口和通胀数据预示一季度名义利率大概率仍将上行。
- 疫情期间超常的宽松政策下我国非金融实体部门的宏观杠杆率大幅抬升。17、18 年去杠杆的成效已消失殆尽。稳杠杆要求下货币政策加速正常化。
- 宏观流动性的变化是影响股债走势的重要因素，但具体作用还需要综合考虑经济周期与金融周期影响。在货币超发与流动性宽松结束阶段，往往出现的债券市场走弱，股票市场走强。
- 虽然目前权益风险溢价已到达历史较低分位，股票相对于债券的性价比已经偏低，但经济复苏、通胀上行、金融去杠杆政策三方面的政策均有利于推动宏观流动性流向股市，驱动股强债弱格局。
- 从历史上看，货币收紧操作往往对应着经济活动的过热，而明年通胀难有持续过热的压力，连续加息或者提升准备金率的概率较低。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布　　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

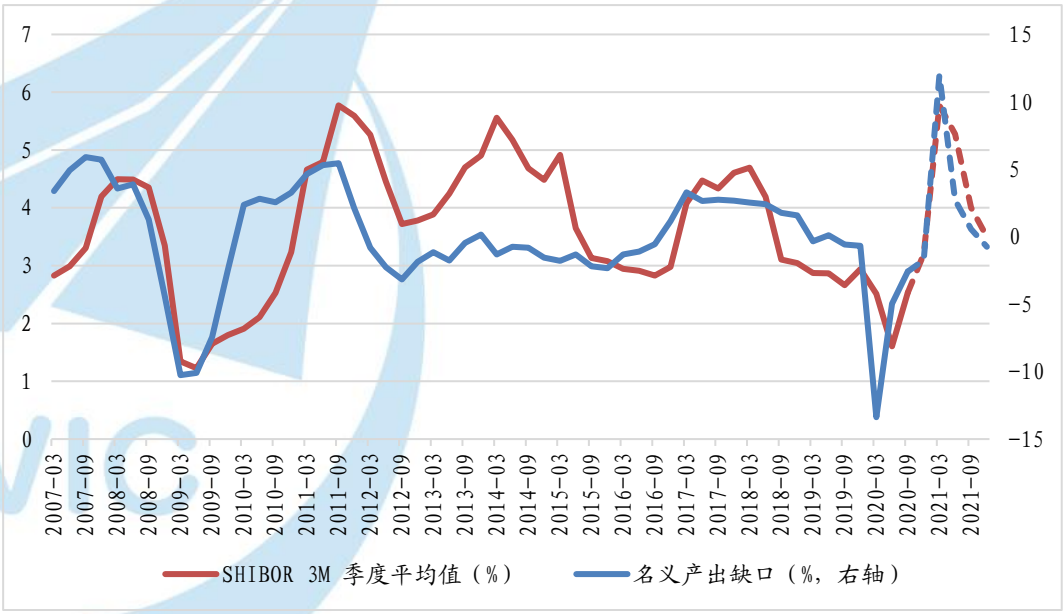
宏观流动性是影响资产价格的重要因素，无风险利率下行、流动性宽松有利于抬升资产价格。2020 进入四季度，有关货币政策转向的讨论不断升温，市场对前期逆周期政策退出产生担忧，对今年年末乃至明年宏观流动收紧的预期进一步提升，未来宏观流动性是否将成为阻碍股市上涨的制约因素？我们将从过去股债轮动的历史表现与影响因素出发，分析宏观基本面、通胀环境、金融监管政策三个方面因素，进而探讨未来市场会如何演绎。我们认为，当前基本面复苏支持 A 股盈利正向改善将压制无风险利率上行的负面影响。

一、产出缺口回补和稳杠杆需求仍将抬升市场利率

从短期经济周期的角度，根据泰勒公式，产出缺口的扩大（实际产出大于潜在产出）和通胀的复苏要求央行引导名义利率上升。

我们使用 HP 滤波测算的名义产出缺口与代表市场名义利率的 SHIBOR3M 存在较强的相关性。目前市场对于 2021 年一季度名义 GDP 同比增速的一致性预期在 19%以上，意味着一季度实际产出将大幅超越潜在产出，产出缺口在回补的基础上正向扩大，大概率拉动名义利率进一步走高。同时，我们推算 PPI 高点在明年六月份左右，通胀的复苏也将带动名义利率上行。

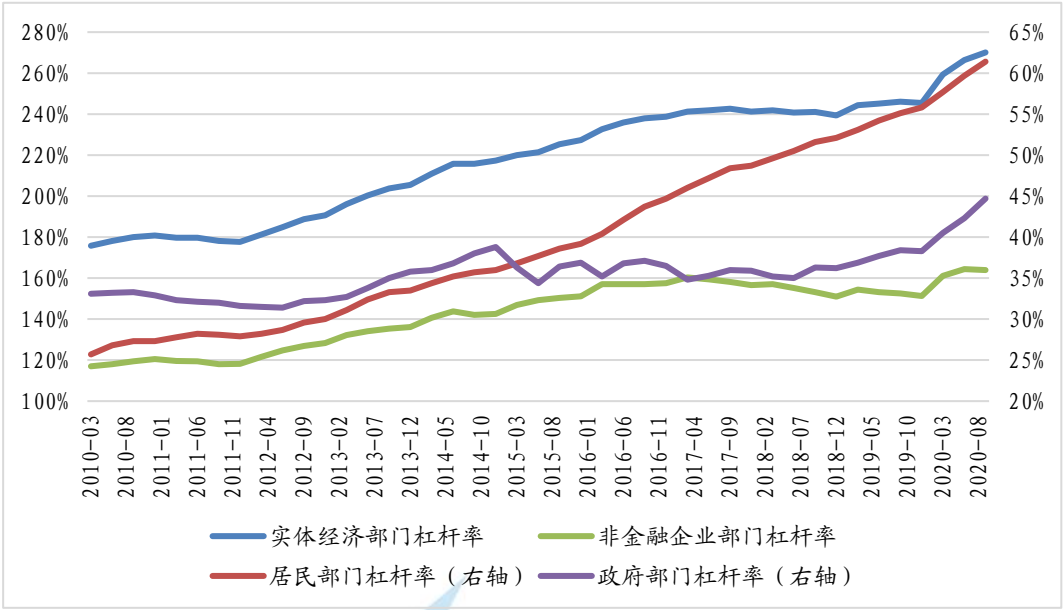
图 1：产出缺口与名义利率的测算



数据来源：Wind，中航证券研究所

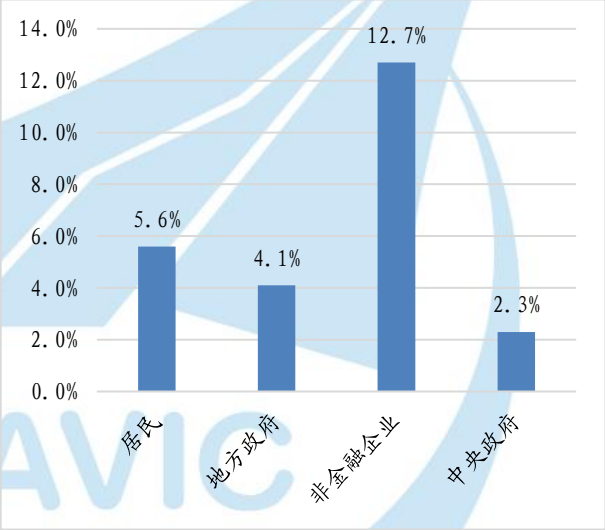
从长期金融周期的角度，在宏观杠杆率高企的约束下，稳杠杆的迫切性导致名义利率易上难下。疫情 期间我国也使用了超常规的宽松政策，2020 前三季度宏观杠杆率已经上升 24.7 个百分点达到 270.1%，上升幅度仅次于 2009 年，预计全年杠杆率增幅在 30 个百分点左右。

图 2：疫情冲击下杠杆率加速上升



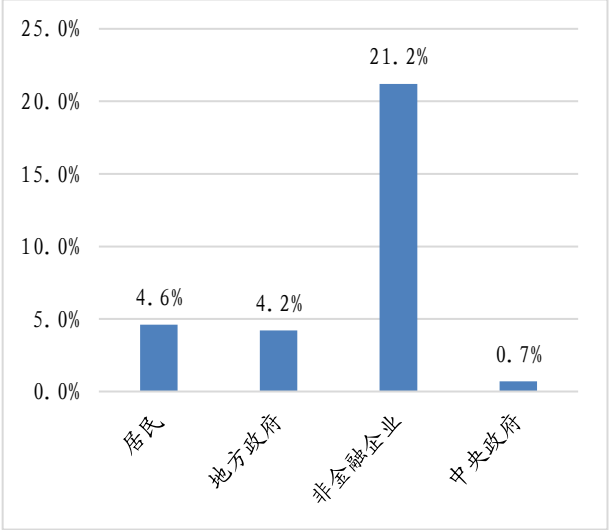
资料来源：Wind，中航证券研究所

图 3：2020 年前三季度各部门宏观杠杆率增幅



资料来源：Wind，中航证券研究所

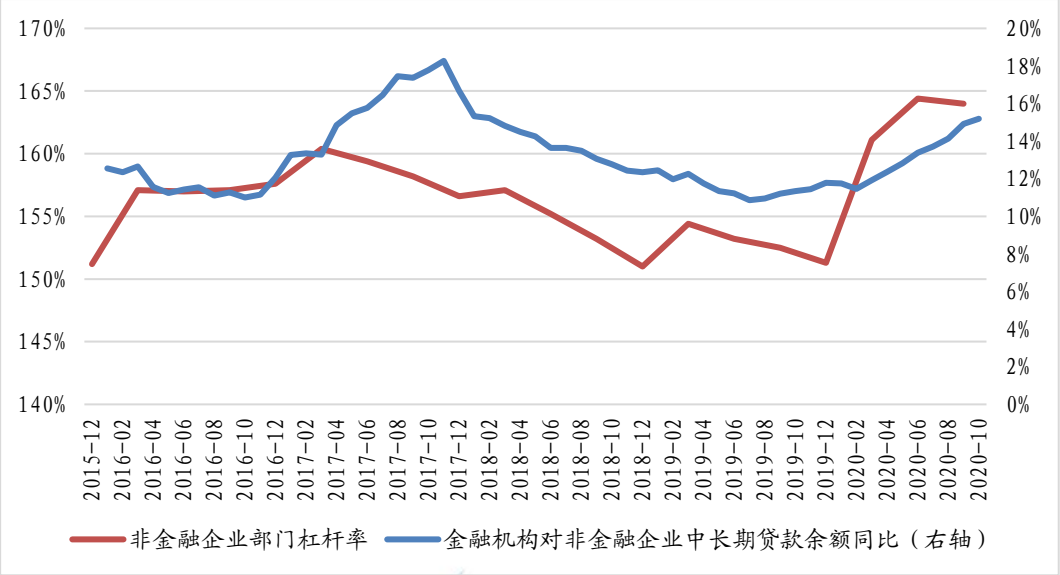
图 4：2009 年前三季度各部门宏观杠杆率增幅



资料来源：Wind，中航证券研究所

尤其是非金融企业部门，杠杆率快速上升的趋势已经消耗了 18、19 年大规模去杠杆取得的成果，目前的杠杆率已经超过了去杠杆前的水平。

图 5：疫情冲击下杠杆率加速上升

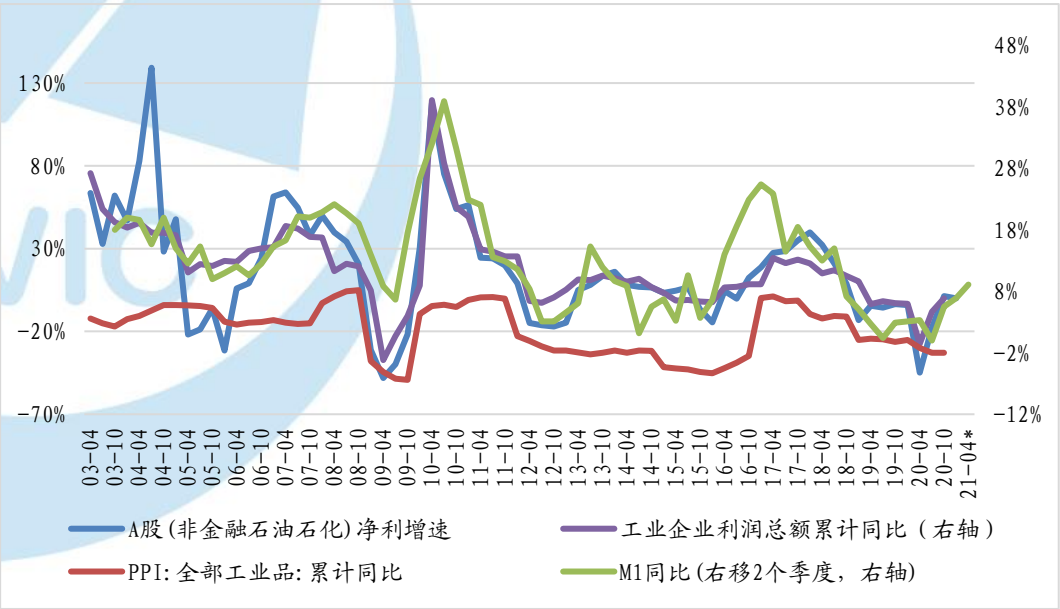


资料来源：Wind，中航证券研究所

二、目前股市的核心矛盾是盈利复苏与无风险利率上升之间的对抗

一方面，A 股盈利复苏是共识。在库存周期的逻辑框架下，M1、PPI、工业企业利润增速和 A 股非金融石油石化净利增速在库存周期内产生共振。其中狭义货币 M1 作为驱动实体经济加减杠杆的货币政策的指标，是启动增长和通胀恢复进程的最领先指标（两到三个季度）。

图 6：库存周期框架下，M1 领先于 PPI、工业企业利润增速和 A 股非金融石油石化净利增速的共振



资料来源：Wind，中航证券研究所

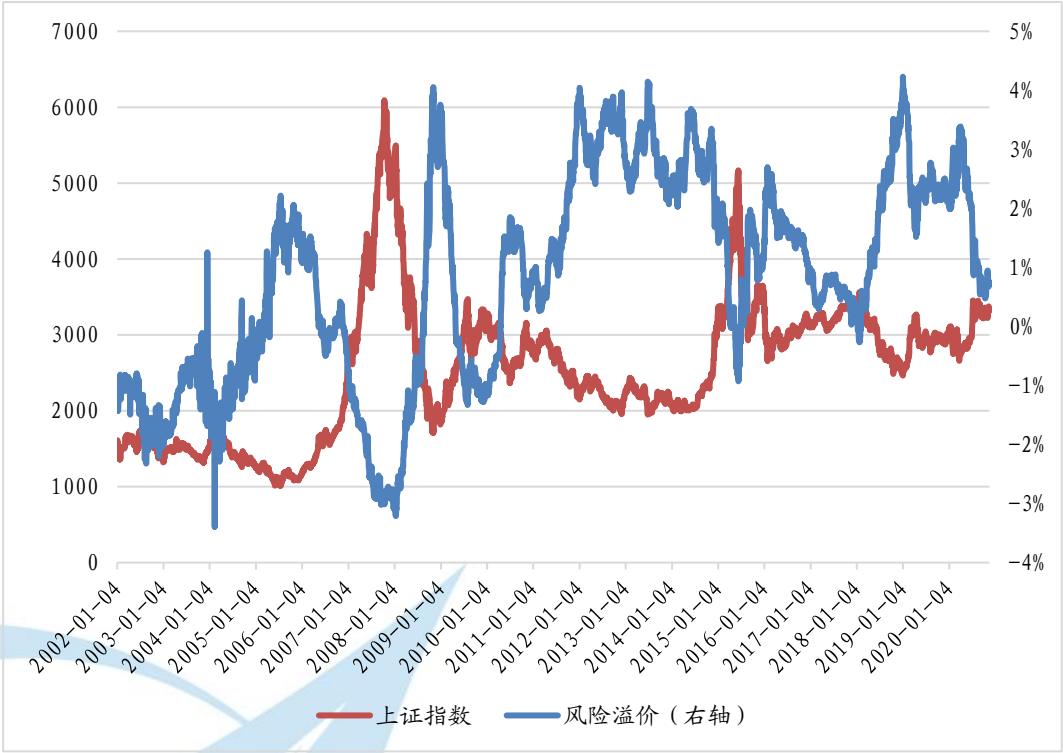
根据 M1 和 PPI 的推测，A 股盈利增速高点或在 2021 年二季度末。截至 2020 年 10 月，M1 仍然呈现上升趋势，以此推测 A 股净利增速的上行趋势将延续至第二季度末。同时，代表经济景气度并且能更好地解释企业盈利增速的 PPI 高点可能出现在明年年中，以此推测 A 股净利增速的复苏也将大概率维持到明年年中。基于 M1 与 PPI 的推测能够互相佐证。

另一方面，我们认为无风险利率还将上升。由于资产价格与作为折现模型分母中的无风险利率负相关，宏观流动性充裕，无风险利率下行，推动金融资产价格上涨；而随着流动性收紧，无风险利率反弹，资产价格面临下行压力。但相对于债券固定收益类产而言，股票资产估值模型上的分子的变化更为重要。经济复苏初期，通常较长时间段都是分子上升的要快于分母，盈利的正向改善往往能够对冲无风险利率的负面影响。2008 年金融危机过后，财政货币刺激引起宏观流动性宽松，经济逐步从底部复苏，而股市探底后反弹。随后央行开始收紧流动性，但股市依然维持反弹动能，盈利持续景气是这阶段的主线；而只有货币政策逆转到一定阶段后，盈利增速放缓之后，加息开始对股市产生负面冲击。流动性收紧对股市的打压并不是立竿见影的，而取决于政策收紧与盈利复苏哪个因素更占主导地位，只有流动性收紧累积到一定的阶段后，无风险利率反弹到一定程度，使得经济增长产生压力，盈利增速放缓后，才会制约股市的上涨空间。

三、股债分化的驱动因素与历史回顾

交易层面上股票相对于债券的性价比已经非常低，但仍未达到极端区域。我们以万得全 A 的收益作为市场收益指标，以十年期国开债作为无风险收益率计算出权益市场的风险溢价水平，即股票相对于债券的性价比指标。截至 2020 年 11 月 16 日 A 股风险溢价降至十年来的 17.93%分位。但我们认为股票配置价值仍然高于债券。

图 7：万得全 A 风险溢价与上证指数波动关系



数据来源：Wind，中航证券研究所

宏观流动性是影响资产价格的重要因素，无风险利率下行、流动性宽松有利于抬升资产价格。股债资产配置还会基于经济周期与金融周期的变化而轮动。理论上通常体现为此消彼长：在经济下行周期，宽松货币政策发力，流动性充裕，基本面好转，市场逐渐形成股强债弱行情；经济景气周期，通胀向上，紧缩货币使得流动性收紧，基本面开始恶化，一旦经济恶化到一定程度，倒逼政策放松的时候，债券市场也就好于股市。但是股债并非一定会轮动，宏观流动性持续宽松会导致股债同向上涨。金融周期的影响也不容忽视，2013 年由于担忧海外 QE 退出，央行收紧银根由此产生的钱荒导致了股债同跌。

在货币超发与流动性宽松结束阶段，往往出现的债券市场走弱，股票市场走强。其内在逻辑在于，国家采用逆周期政策对冲的方式来调节经济，当经济下行物价通缩时，就会出台刺激政策，使得当期流动性宽松，股票市场预期改善，经济周期处在衰退末期向复苏初期轮动状态，股债双牛，而刺激政策最终将导致经济改善，经济周期开始从复苏向过热轮动，股票继续上涨，债券下跌。2020 年一季度是宏观流动性最为宽松的时期，疫情冲击导致经济衰退，财政货币政策加大逆周期调节，宏观流动性宽松驱动股市强劲反弹，债券市场则延续牛市行情。二季度随着复工复产推进，经济不断修复，大类资产走势分化：其中股市涨幅明显，而债券市场则在监管打压结构性存款套利的刺激下迅速转熊，长端利率出现趋势性上行。三

季度广义流动性维持宽松格局，股债跷跷板效应明显，股票市场大幅上涨带动成交量放大，而债市依然承压，国债收益率进一步上行。

图 8：历史上股债轮动走势（国债收益率单位：%）



数据来源：Wind，中航证券研究所

经济复苏、通胀上行、金融去杠杆政策三方面的政策均有利于推动宏观流动性流向股市，驱动股强债弱格局。回顾历史上的 3 次股强债弱的轮动情形：2009 年主要是由于经济复苏驱动的，2010 年四季度的是通胀上行驱动的，而 2016 年则体现了盈利因素与金融周期的共同影响。（1）2009 年初-2009 年底：经济复苏预期起来，叠加政策不断收紧，股市好于债市。2008 年底政府通过四万亿计划刺激基建投资，经济增速回升，基建投资计划带动融资需求，国内经济复苏预期增强，到 2009 年下半年，工业增速迅猛拉升，经济出现过热迹象，年底开始了新一轮收紧周期。四万亿出台明显改善市场预期，股市回暖，带动风险偏好回升。经济复苏的预期升温叠加经济数据超预期，长端收益率触底反弹，股强债弱显现。随后持续的货币政策收紧导致债市向股市的轮动。（2）2010 年 9 月-2011 年 2 月：通胀压力与货币政策的持续收紧，债市收益率触底反弹，信用利差走阔。物价压力增大，经济企稳，2010 年 10 月央行加息，流动性明显收紧；最后为稳定通胀预期，调控信贷总量，2011 年开始央行 4 次上调存款准备金率，2 次加息，一季度后经济略有回落迹象。通胀压力不断加固经济预期，股市走高。流动性收紧叠加通胀预期，利率债收益率快速上行，随后在持续的加息中，收益率整体上行趋势不变，信用利差走阔。（3）2016 年-2017 年：供给侧改革下 PPI 大幅上行、上游企业盈利修复、去杠杆导致流动性压力，债市出现持续调整，蓝筹价值股上涨。

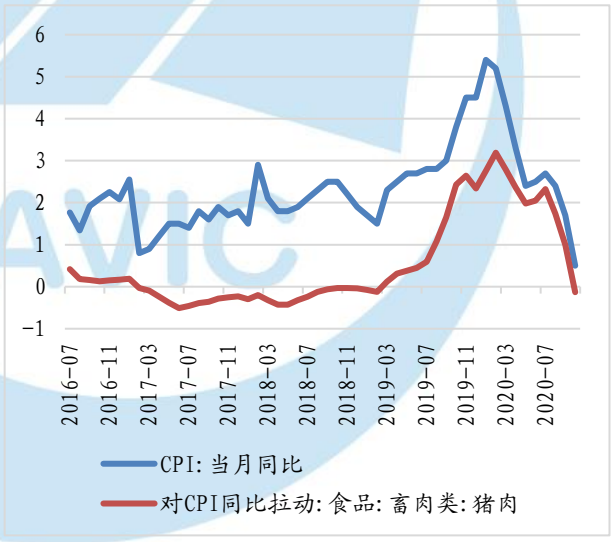
四、温和再通胀下连续加息可能性较小

目前我们已经进入货币超发和货币宽松退出的阶段，这一阶段下权益资产的盈利上升能够对冲无风险利率上升带来的冲击，然而一旦经济过热央行启动加息进程，权益资产大概率也会进入震荡调整的阶段。从现状来看 2021 年的再通胀仍不构成央行全面加息的条件。

CPI 方面，今年疫情冲击实体经济，居民消费受到拖累，CPI 从年初高点一路下行。一方面，猪周期带来食品价格表现疲弱是 CPI 低迷的主要原因。另一方面，非食品价格仍未见起色，不含食品和能源的核心通胀连续四个月持平于 0.5%。在我国经济逐级复苏的背景下，供给侧受疫情短期冲击后得以迅速恢复，而需求侧的复苏则是相对缓慢的，需求不足产生的错配压制了核心通胀。

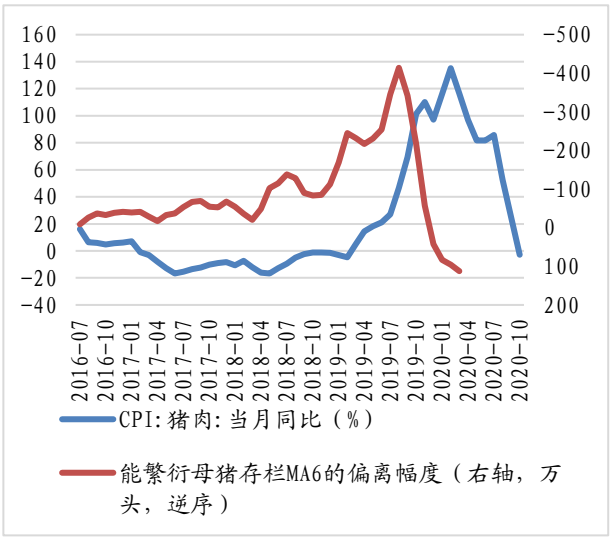
猪周期变化是导致 CPI 波动的重要因素。尽管猪肉在 CPI 的权重约 2.3%左右，由于猪周期波动较大，猪肉价格对 CPI 同比的贡献率较高。下半年猪肉供应将持续改善，生猪生产恢复，10 月份全国生猪和能繁母猪存栏均恢复到正常年份 80%以上的水平。从生猪的养殖周期推导，正常年份能繁母猪存栏增长对应 10 个月后生猪出栏的增加。鉴于 2019 年 10 月以来能繁母猪保持持续增长，预计猪价回落大趋势至少持续到 2021 年 6 月。预计猪肉价格继续下行，将拖累 CPI 短期跌入通缩。非食品方面，终端消费需求尚难以迅速恢复，工业品自上而下沿产业链的成本传导仍有阻力，核心通胀仍处于底部运行区间。明年海外需求若得以提振，伴随可选消费行业的复苏，核心通胀预计将步入上升通道，预计明年上半年整体 CPI 将呈现先通缩后温和再通胀走势，出现超预期通胀的可能性较小。

图 9：猪周期对 CPI 波动有决定性影响(%)



资料来源：Wind，中航证券研究所

图 10：存栏数据是猪肉 CPI 的领先指标



资料来源：Wind，中航证券研究所

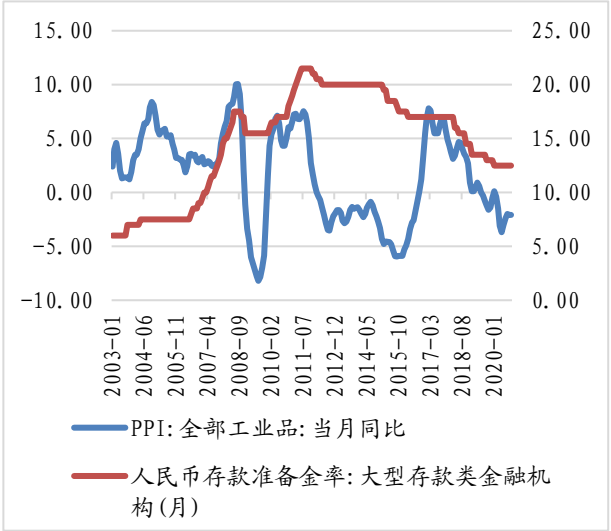
PPI 方面，既包括工业企业出售的各种生产资料，又包括直接出售给居民的各种生活资料。其中 PPI 生产资料占比重较大，超过 70%，而 PPI 的生活资料与非食品 CPI 相关度较高。不少产成品的原材料和中间产品来自于工业品，而工业品的原材料又主要是各类大宗商品，因此从历史数据来看，国际大宗商品价格对 PPI 和非食品 CPI 有较为明显的传导作用。国内方面，可用权重较大的重要行业的产品出厂价格指数来判断 PPI 生产资料的走势。PPI 黑色金属环比与螺纹钢市场价格的历史走势较为一致，PPI 非金属矿物制品的环比与水泥市场价格环比的走势相关性较大。

图 11：PPI 生活资料与 CPI 非食品高度相关（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图 12：2019 年以来 PPI 下行与降准并行（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

国内方面，四季度供暖季开启叠加冷冬预期将继续提振煤炭和天然气价格，尽管地产新开工增速或趋缓，但基建和制造业投资需求仍坚挺，PPI 通缩或将收窄。明年初疫苗落地后，将有助于海外经济恢复，海外需求回暖将抬振石油等国际大宗价格。但海外工业生产改善的节奏可能慢于预期，可能面临不确定性压制。高效疫苗的出现给未来疫情防控带来希望，但同时由于疫苗产能扩张、未来疫苗推广接种在欧美地区仍存在较大不确定性，我们预计明年一季度海外疫情难以根本性好转，对生产的抑制仍难以消除。明年二季度，全球经济增速复苏将增加对大宗商品的需求，叠加弱美元周期，国际大宗商品价格提升，PPI 上行节奏或加快。而明年下半年预计国内宏观政策稳步有序退出，前期推动 PPI 环比上行的地产、基建回暖效应逐渐减弱，经济动能弱化。我们预计明年一季度 PPI 回正，二季度是快速上行阶段，高点落在年中，下半年或小幅放缓。从历史上看，货币收紧操作往往对应着经济活动的过热，而明年通胀难有持续过热的压力，连续加息或者提升准备金率的概率较低。

PPI 由通缩开始拐头向上，推动 A 股盈利复苏。2020 疫情冲击 A 股一季度业绩，传统经济盈利大幅负增长，PPI 跌入通缩区间。二季度经济恢复稳步推进，科技类、消费类行业景气度不断提升，三季度周期类接力复苏，A 股上市公司盈利连续两个季度盈利大幅改善，非金融三季度盈利已经修复至接近疫情前的水平。今年下半年以来，受益于国内复工复产深化、国际商品价格反弹，上游周期类行业如石油石化、有色、钢铁、化工景气度显著好转。预计明年 A 股盈利向上修复趋势不变，盈利仍是股市核心驱动力。

风险提示：经济复苏不及预期，疫苗研发进展不及预期。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持 ：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 ：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 ：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。
方堃，SAC 执业证书号：S0640520080001，香港大学金融硕士，中航证券研究所宏观策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。