宏观对冲跟踪框架报告

这是一篇从两年之前就开始筹划的报告。从起初开始对宏观研究有萌芽，到后面开始实施宏观研究计划，至今为止，我们先后经历了 2018 年熊市、美国股灾、全球卫生事件等重大波动，这篇报告已经从最初的雏形，经过十多次修改，成为今天完整的宏观研究框架。

每一次修改背后，都有团队内部的无数次讨论、修正、调整。最终，通过一点一滴的积累，让我们拥有了一些宏观自上而下的观察能力，从而能够在两个月前，在市场极度狂热的时候，发出“市场结构已经不太健康，需要调整”的冷思考。

能做到这一点，看似简单，但背后却非常难。就像一座冰山，你看到的，其实只是露出海面的一角，大量的努力，都埋在背后。而今天开始，我们终于完成了重要的一步，把之前积累的“冰山”搬出水面，做成定期更新的“宏观对冲报告”，呈现在大家面前。

（壹）经济增长

从宏观对冲角度，我们首要跟踪的，是经济增长类指标。

在经济增长方面，2020 年 7 月官方 PMI 为 51.1，BCI 为 51.42，从数值上看，两者均维持在荣枯线之上，其中，BCI 为首次站上 50 荣枯线，这意味着经济持续复苏的态势已现。

投资方面，固定资产完成额处于修复过程中，恢复的速度较快，7 月累计同比为-1.6%。消费方面，社零的修复速度明显慢于投资，7 月社零的累计同比为-9.9%，而当月增速仍然为-1.1%。

此外，值得关注的是，出口一如既往的大超预期，7 月的当月同比增速达到 6.1%，1-7 月累计同比已经修复到-4.1%。



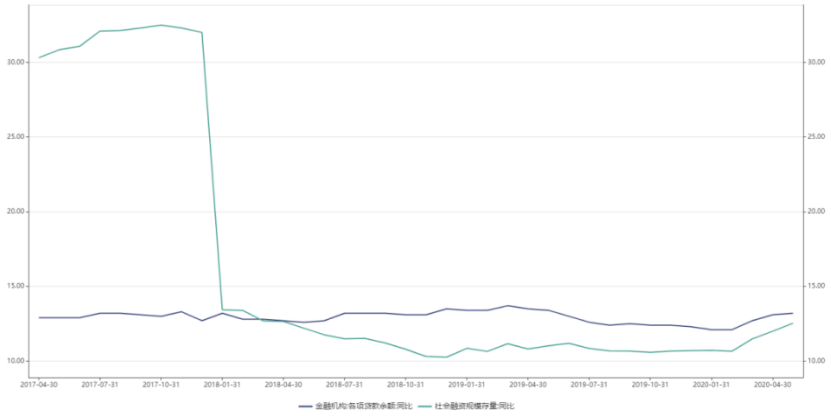
图：景气调查

来源：Wind 塔坚研究

整体来看，目前经济增长的修复方向较为确定，市场上各家的分歧至多也只是在复苏斜率层面，因此，短期内不构成核心风险。

（贰）信贷指标

在增长指标之后，其次，我们需要跟踪流动性指标。7 月份人民币贷款余额增速 13%，前值为 13.2%，稍微有所回落，注意，贷款增速的小幅回落需要重点关注，因为，这是一次宽信用的拐点。 具体来看，货币供应方面，6 月 M0 增速为 9.9%，与上月持平，M1 增速有所上行，为 6.9%，但 M2 增速有所放缓，为 10.7%，上月为 11%，这意味着，虽然货币供应层面没有呈现较紧的状态，但银行的放贷节奏已经开始趋缓。

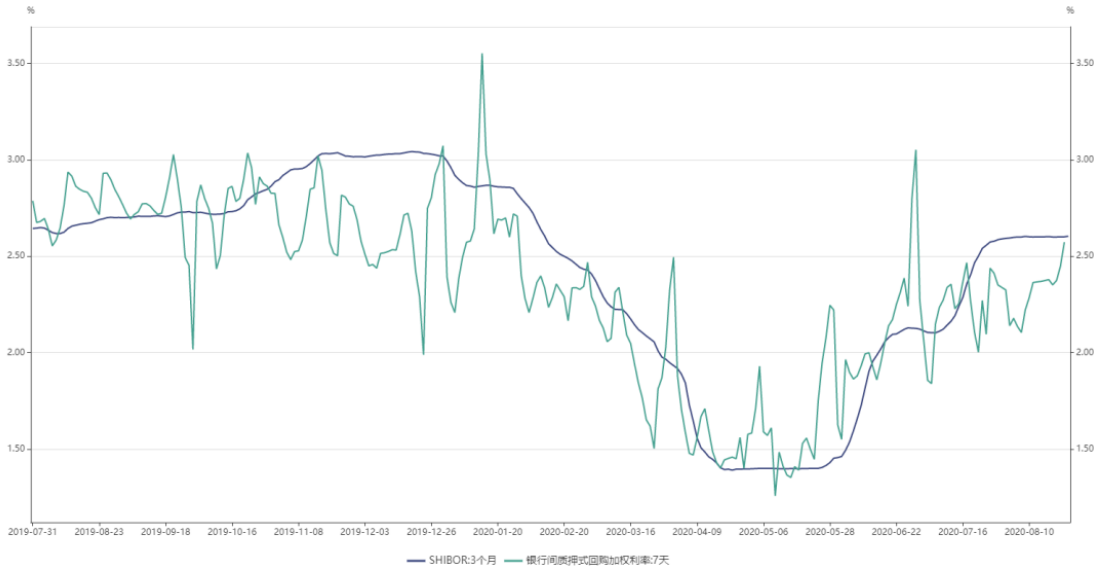


图：人民币贷款余额增速　来源：Wind 塔坚研究



图：货币供应　来源：Wind 塔坚研究

展望接下来的信贷情况，参照监管定调的目标，测算出全年目标的贷款增速为 13%，1-5 月贷款量为 10.3 万亿，完成 51.5%，代表下半年银行的放贷压力其实没有那么大，本次 M2 的回落，也印证了我们此前的上述判断。从近期的利率数据来看，流动性压力已经开始呈现，3 个月 Shibor 与 DR007 均出现持续上行的状况，目前，流动性有进一步收紧的可能。3 个月 Shibor 已经达到 2.604%，DR007 则为 2.57，仍在上行通道中，逼近卫生事件之前的数值。



图：利率走势　　来源：Wind 塔坚研究

从央行二季度货币政策执行报告中来看，更加强调直达实体的融资方式，而并不试图通过的降低银行间利率，以及降低基准利率等方式，来实现融资成本的降低，这一定程度上也与防止脱实向虚，防控局部资产泡沫继续推升有关。利率的上行也造成了债券市场较大幅度的下跌，自 5 月利率上行后，国债期货开始进入加速下跌的通道中，隐含了机构投资者对于流动性收紧的预期。但随着金融数据的落地，市场预期的边际变化开始出现一定转向，国债期货仍然处于下跌通道，但跌势有所收窄。



图：十年期国债期货走势（截至 2020/8/24） 来源：Wind

（叁）

通胀与汇率

跟踪完前两大核心指标，我们还需要跟踪通胀、汇率两大指标，这两者的走势，会对未来的货币政策产生一定影响。而货币政策一旦调整，又会反过来影响权益投资市场。

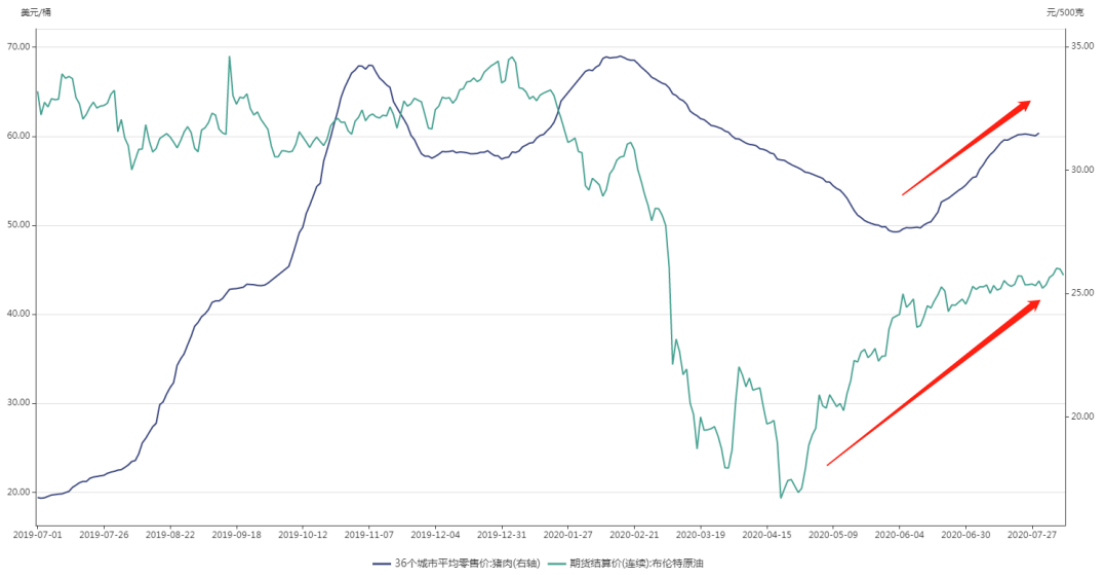
通胀方面，7 月的 CPI 同比为 2.7%，持续上行；PPI 同比为-2.4%，进入触底回升的通道，符合市场预期。



图：7 月通胀

来源：Wind 塔坚研究

展望后市，通胀重新成为一个干扰项，6 月猪价和油价的双重抬升，这曾经带来了较强的通胀预期，但近期上行的斜率已经趋缓，整体来看，国内 CPI 侧通胀上行的概率不大，PPI 侧可能会有触底的上行，仍然需要跟踪验证，从历史上央行的行为来看，PPI 的重要程度要略高于 CPI。



图：日频猪肉与油价

来源：Wind 塔坚研究

汇率方面，6 月的美元兑人民币已经从高位有所回落，目前，人民币升幅较为可观，已经突破 7 的关口，2020/7/31 美元兑人民币中间价为 6.98，汇率上行对外资的流入有较好的支持。

需要注意的是，近期，意外事件较多，对后市的影响可能较难估量，一个比较公允的方式是观测外汇市场的交易结果，一定程度上也能反映出情绪面的影响。

在 2018 年初刚刚发生意外事件时，人民币开始进入贬值的阶段，从 6.4 一下贬值至 6.9 的位置，而当前，意外事件不确定的背景下，人民币汇率不仅没有更大幅度的贬值，反而还进入了升值趋势，这一定程度上表明，当前权益市场可能无需过多计提意外事件带来的影响。



图：美元兑人民币中间价

来源：Wind 塔坚研究

（肆）

估值衍生指标

几大宏观数据看完，已经心里大致有数。对以上几大宏观数据，在我们的研究框架里，就像天气情况，你未必需要根据天气情况去做交易，但必须要做到心里有数，才能知道今天是否要带上伞，才能出门行动。

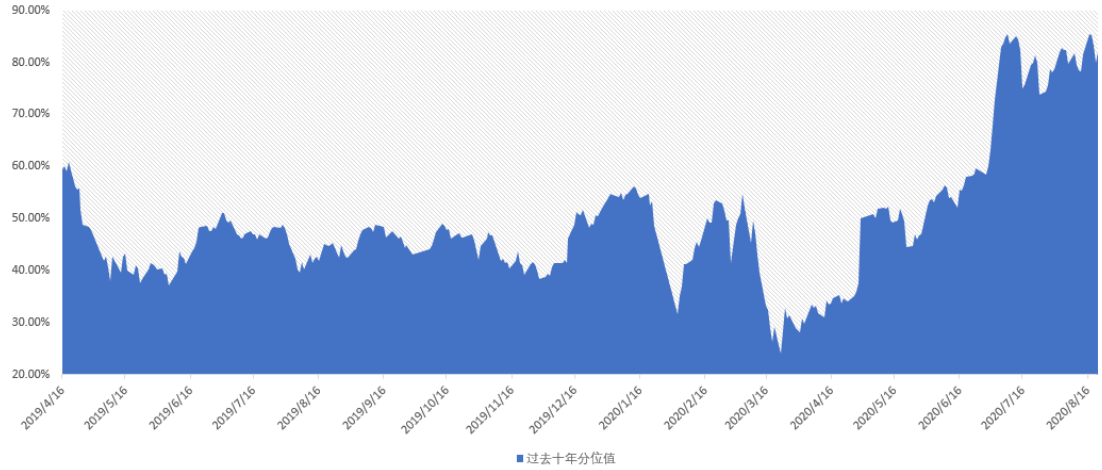
接下来，我们来看看大盘的估值情况，处于什么样的位置。从 2009 年 1 月 1 日至 2020 年 8 月 21 日区间内，沪深 300 的 PE-TTM，为 14.18 倍。



图：沪深 300 指数 PE-TTM

来源：Wind 塔坚研究

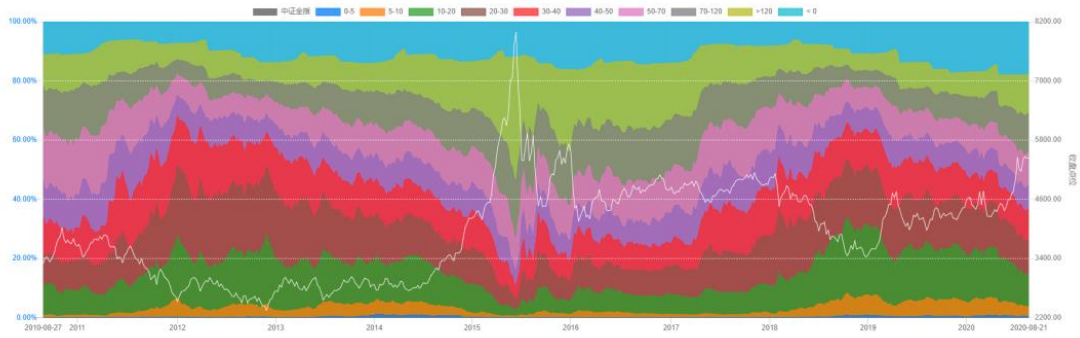
这个估值水平，在近十年分位值为 82%的分位值。



图：历史十年滚动分位值

来源：Wind 塔坚研究

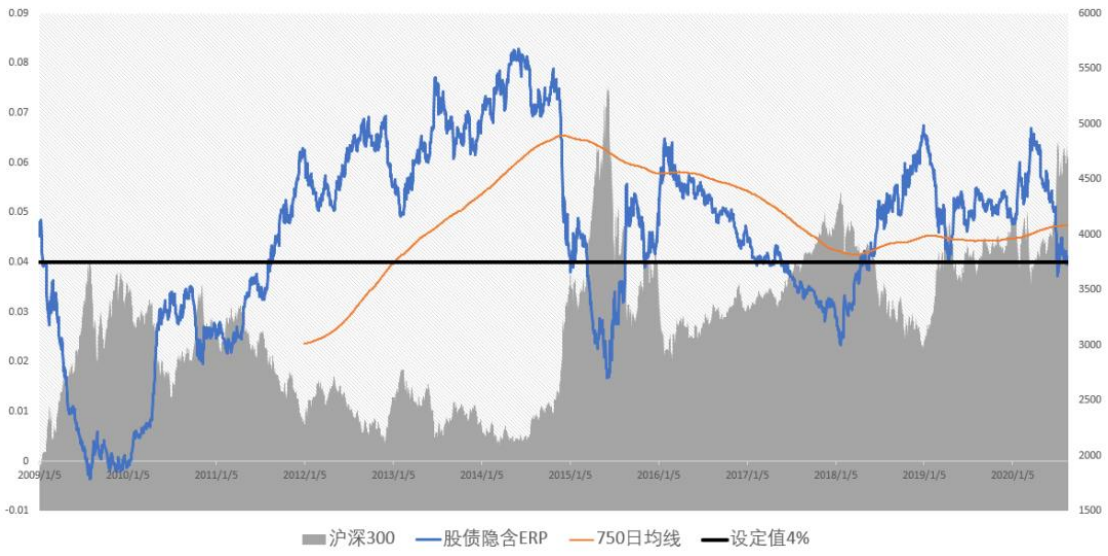
同时，观察大盘的估值结构，10-20 倍 PE 公司占据的比例开始下滑。



图：全市场估值结构

来源：理杏仁

通过隐含的风险溢价来对比股债性价比，能够发现，当前股票相对债券来看，吸引力已经开始变得不那么显著。



图：股债隐含 ERP

来源：Wind 塔坚研究

（伍）

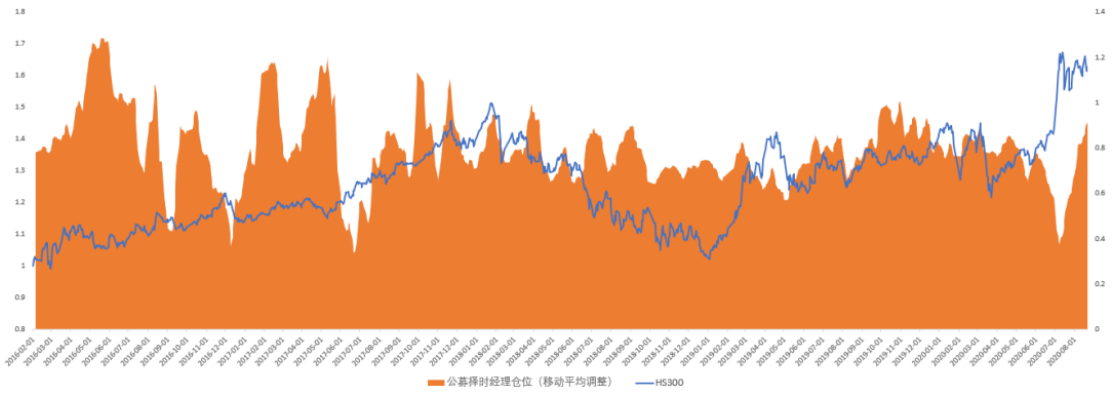
投资者行为

宏观、市场估值情况分析完后，我们需要把视角更贴近市场，分析市场参与者的行为指标。

我们将市场参与者行为指标分为三个大类：内地专业投资人（公募基金）、外资投资人（北上资金）、杠杆投资人（融资融券余额）。

1、公募——我们从公募基金经理中选出了 6 位擅长做择时、且业绩较好的基金经理，历史上，如果采用这 6 位基金经理的平均仓位同步操作，相对基准指数有比较平稳的超额收益。

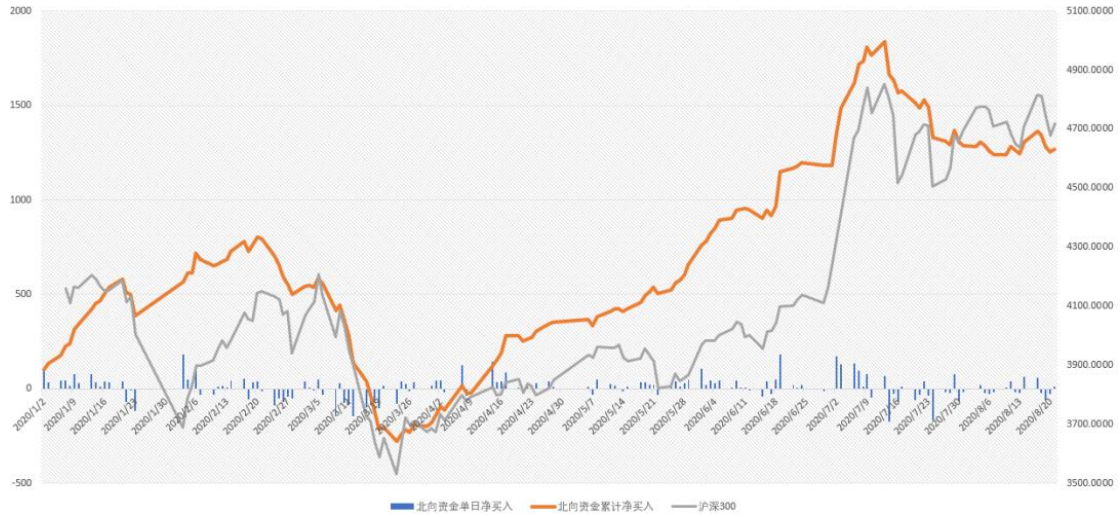
截至 2020/8/14，代表择时基金经理的仓位为 91.73%，处于历史较高的位置。



图：择时经理仓位

来源：塔坚研究

2、外资投资人——北向资金自 7 月下旬来，进入了回落期。

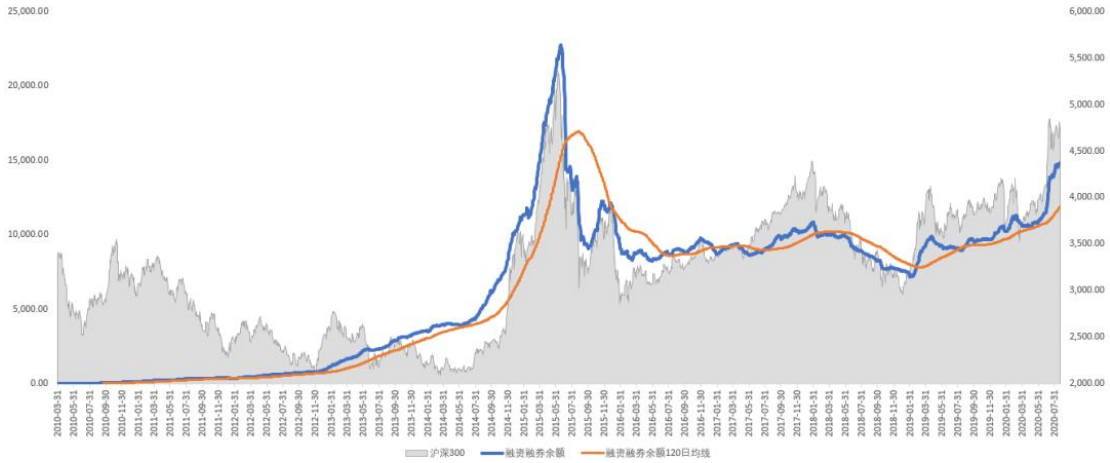


图：北向资金流向

来源：Wind 塔坚研究

3、杠杆交易者——通过融资融券余额来观察，能够发现，当前，杠杆交易者参与市场的热情仍然较高。杠杆交易者代表了相对较为激进的投资人，他们往往是市场情绪的助推者。在以往我们的观察中，这一类投资人更能代表投资者情绪。

目前，市场虽然有震荡调整，但杠杆交易者的参与力度仍然较大。



图：融资融券余额

来源：Wind 塔坚研究

（陆）

衍生品状况

经过以上分析，从宏观层面的“地图视角”，到贴近市场参与者的“放大镜视角”都分析完毕后，我们还需要具备更加围观的视角，来通过“显微镜视角”，进一步观测对冲工具市场参与者对市场的投票情况……

（柒）

股票风格

风格是否切换，也是我们需要重点关注的焦点。自 7 月以来，股票市场风格有所转变，此前较弱的价值策略开始有所反转。我们所指的价值策略，是指以低估值、低 PE、PB-ROE 等为核心筛选思路的投资策略……

（捌）

结论汇总区

整体宏观跟踪，我们可以用一句话总结：目前宏观打分处于中性区间，波动率处于历史中位，整体风险等级为中等，价值/成长/质量三大风格，存在明显的切换迹象.....

以上，为本报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、产业链梳理笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准

确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。