



中国期货业协会
China Futures Association

宏观研究与大类资产配置



广东厚方投资管理有限公司
Guangdong Hedge Fund Investment Management Co., Ltd

宏观策略研究员

帅劲松

1

投资、消费、出口与宏观经济

2

大类资产配置

3

股债轮动

4

商品市场

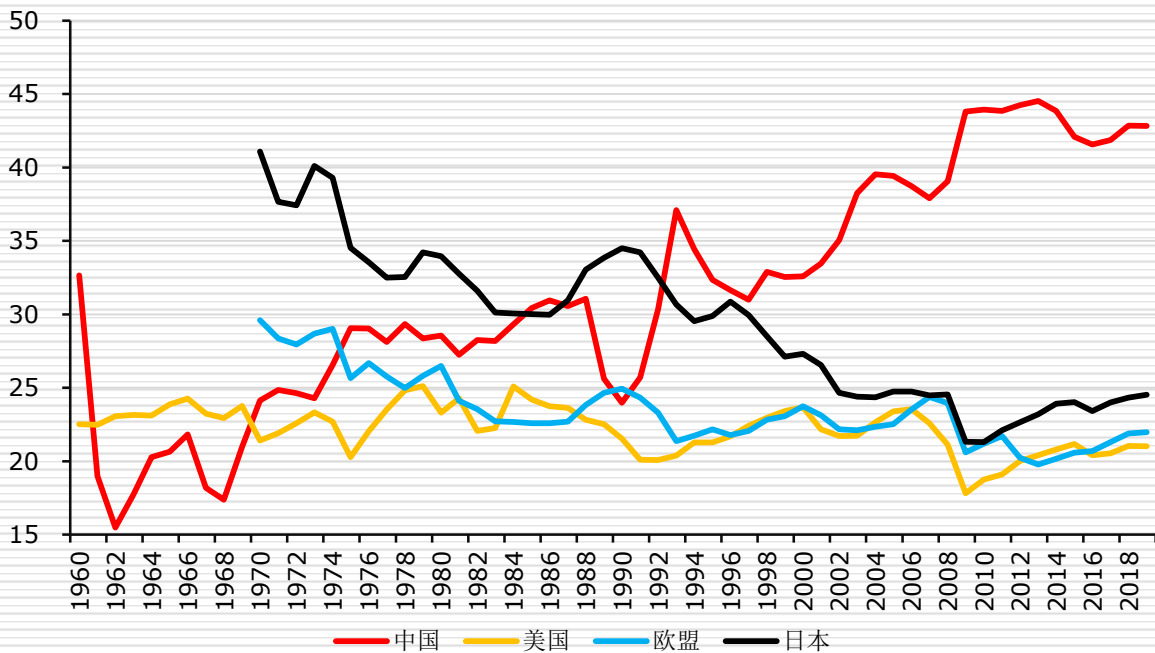


投资、消费、出口与宏观经济

与众不同的投资驱动型经济体

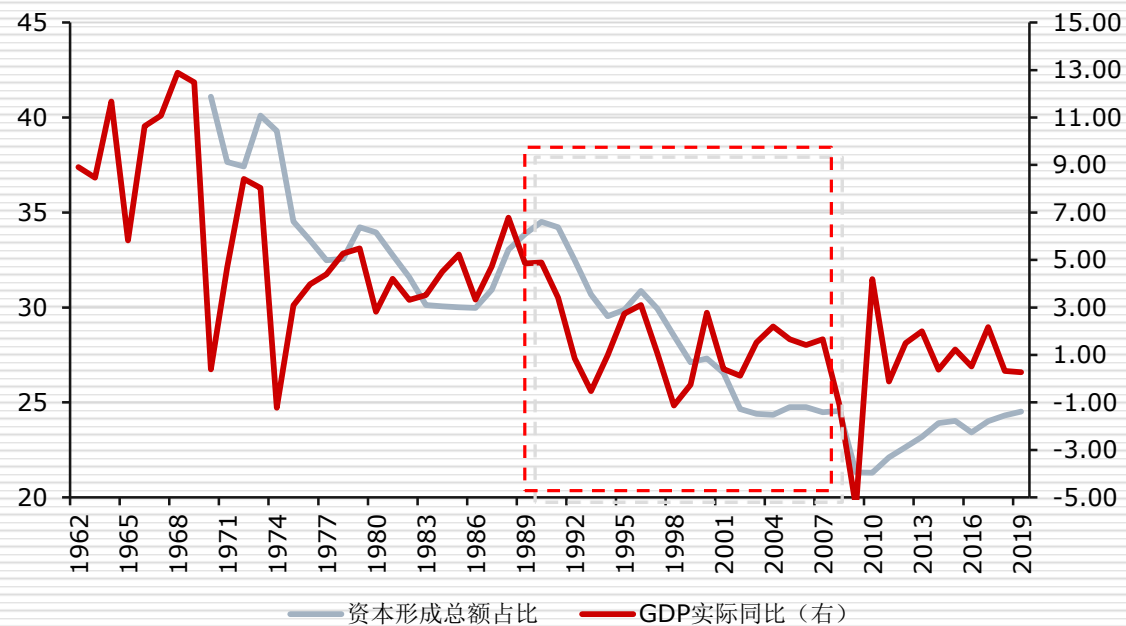
1.1 宏观经济 >> 投资拉动型经济驱动我国GDP快速增长，但资本积累有上限

世界主要国家投资率占比 (%)



数据来源：世界银行，厚方投资

日本固定资本形成占比和GDP实际同比

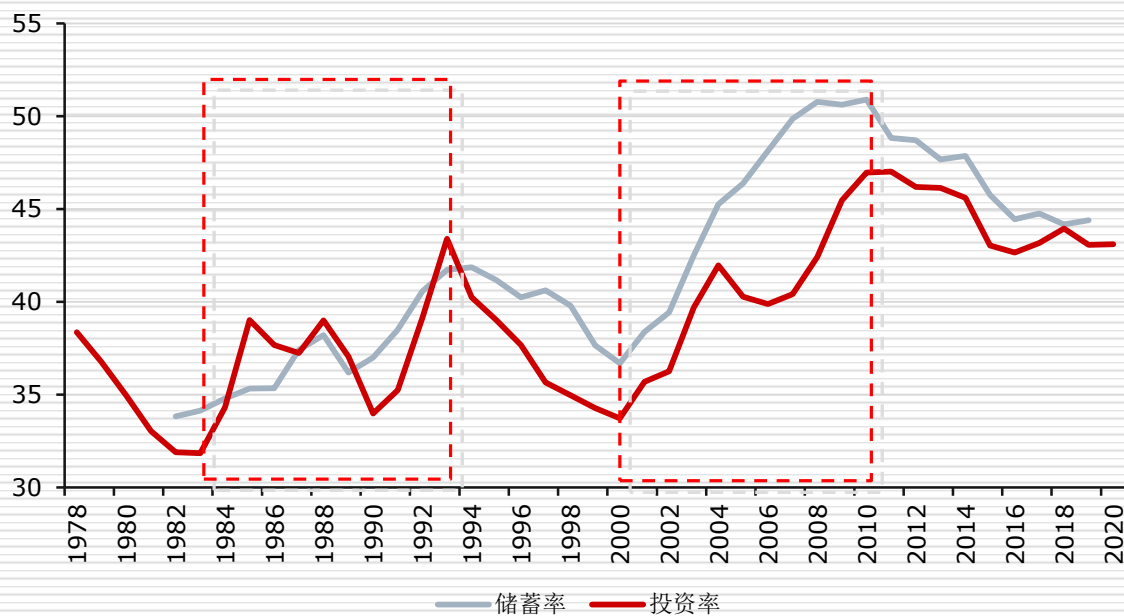


数据来源：wind，厚方投资

- ✓ 从全球主要经济体看，均衡投资占GDP比重在20-25%，我国长期持续在40%上不可持续。
- ✓ 高投资的不可持续性在于投资的边际收益递减。
- ✓ “钱纳里模型”：在各国工业化、城市化进程中，投资率都会呈现先回升后回落的“马鞍形”轨迹。

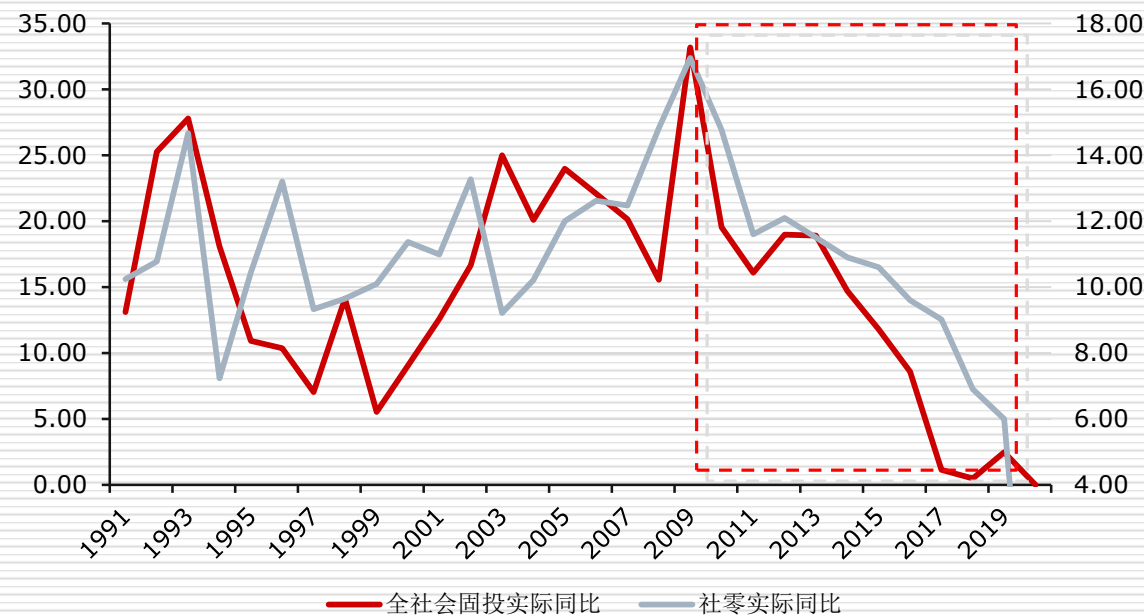
1.1 宏观经济 >> 高投资驱动经济增长见拐点，当下经济/消费下行具有内生性

中国储蓄率和投资率



数据来源：国家统计局，厚方投资

中国固投和社零实际增速

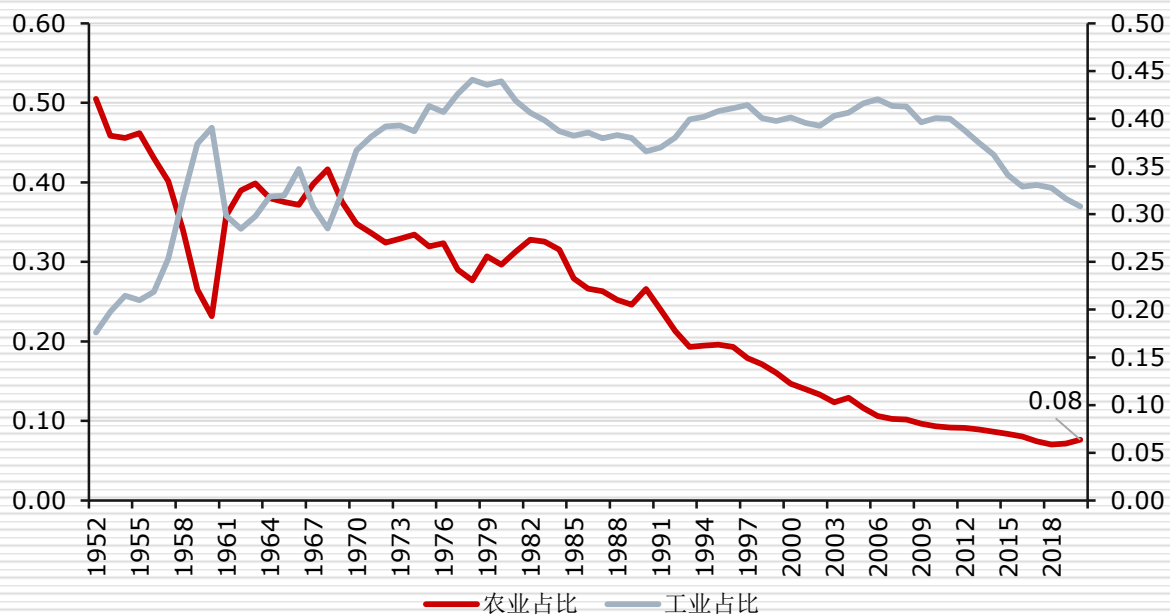


数据来源：国家统计局，厚方投资

- ✓ 高储蓄必须有高投资对应才能保证产品市场出清（否则会滞销），**工业化、城镇化、全球化承接了高投资的需要，带来GDP飞速增长。**
- ✓ 高投资下的高产出、高收入也带动了消费，投资的下行制约了消费增速。

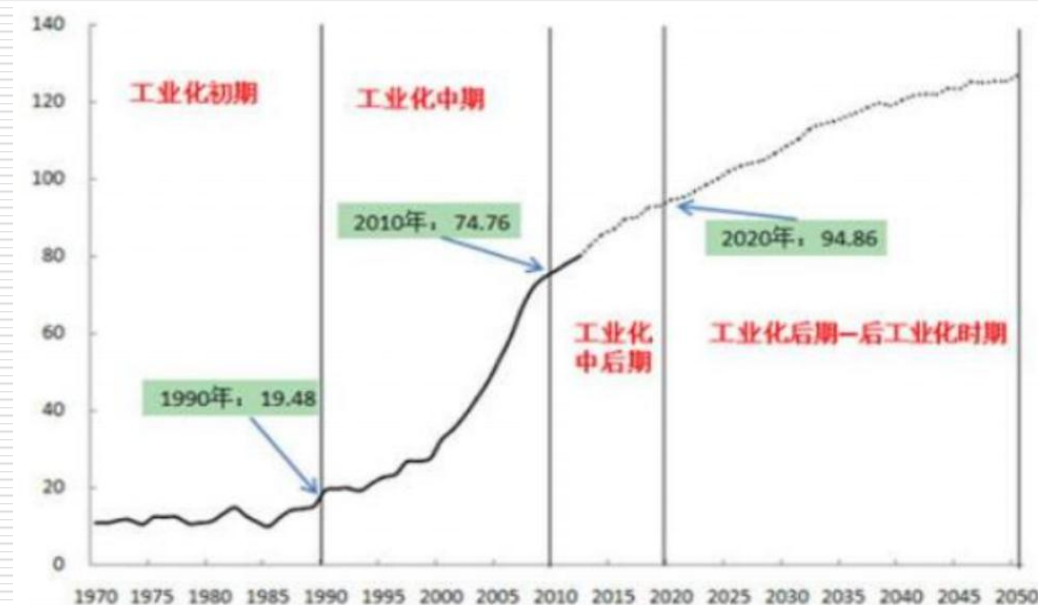
1.2 宏观经济 >> 工业化 > 高投资 “追赶” 结束，后工业化时期投资有下行趋势

中国GDP中农业和工业占比



数据来源：国家统计局，厚方投资

中国工业化发展阶段

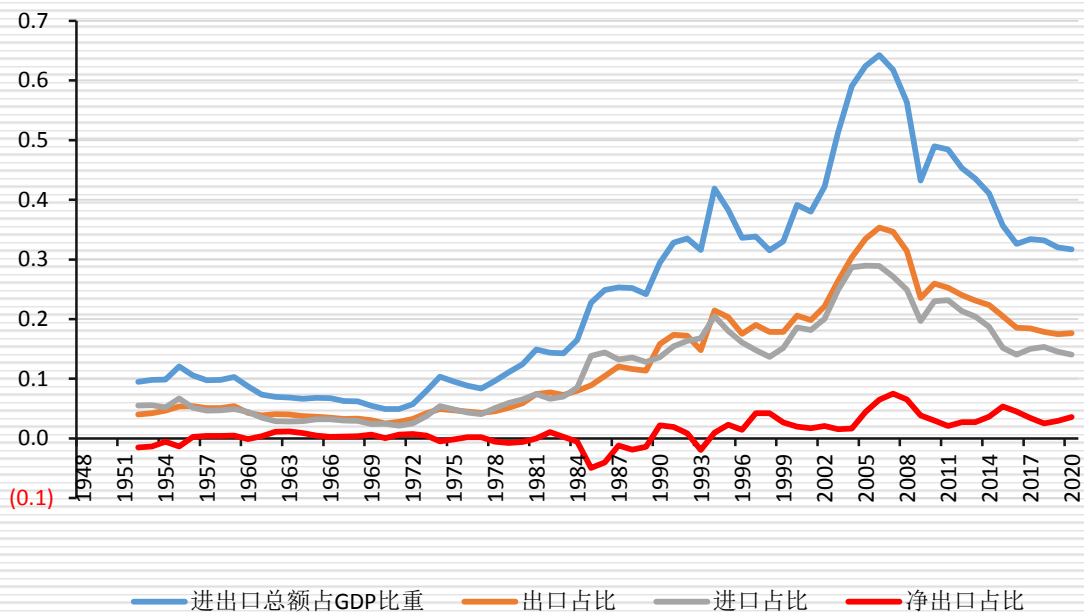


数据来源：中国制造业协会

- ✓ 2020年我国人均GDP达到1万美元，农业占比低于10%，均表明我国进入了后工业化时期。
- ✓ 2010年后我国服务业占GDP的比重开始提升，工业占比开始逐步下降。

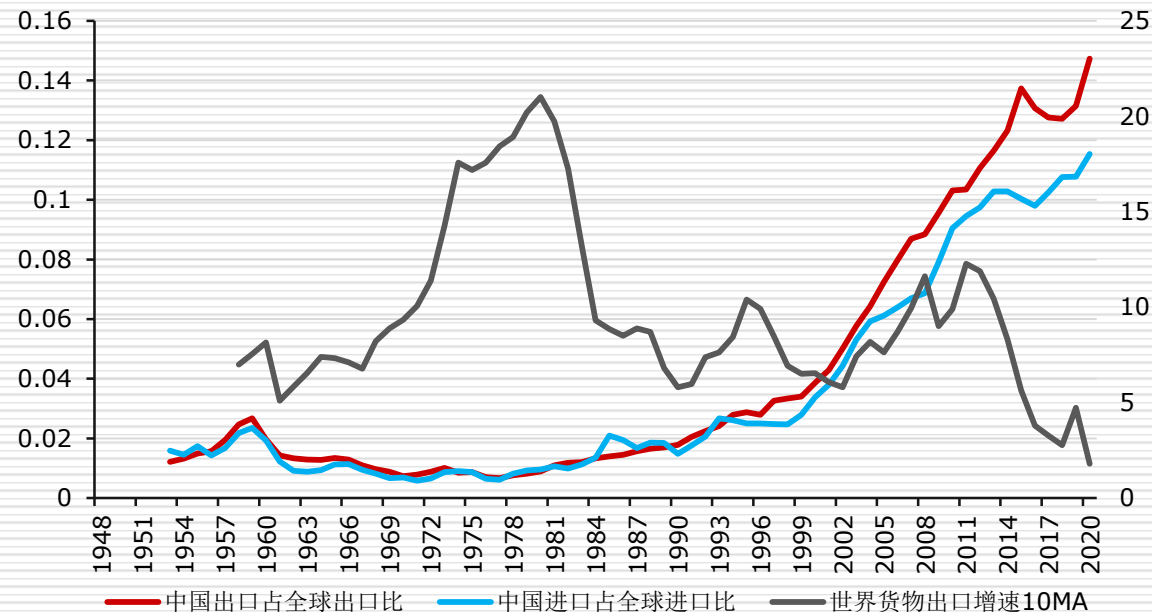
1.3 宏观经济 >> 全球化 > 对我国经济的拉动 2006年达到顶峰

中国进出口占GDP比重



数据来源：国家统计局，厚方投资

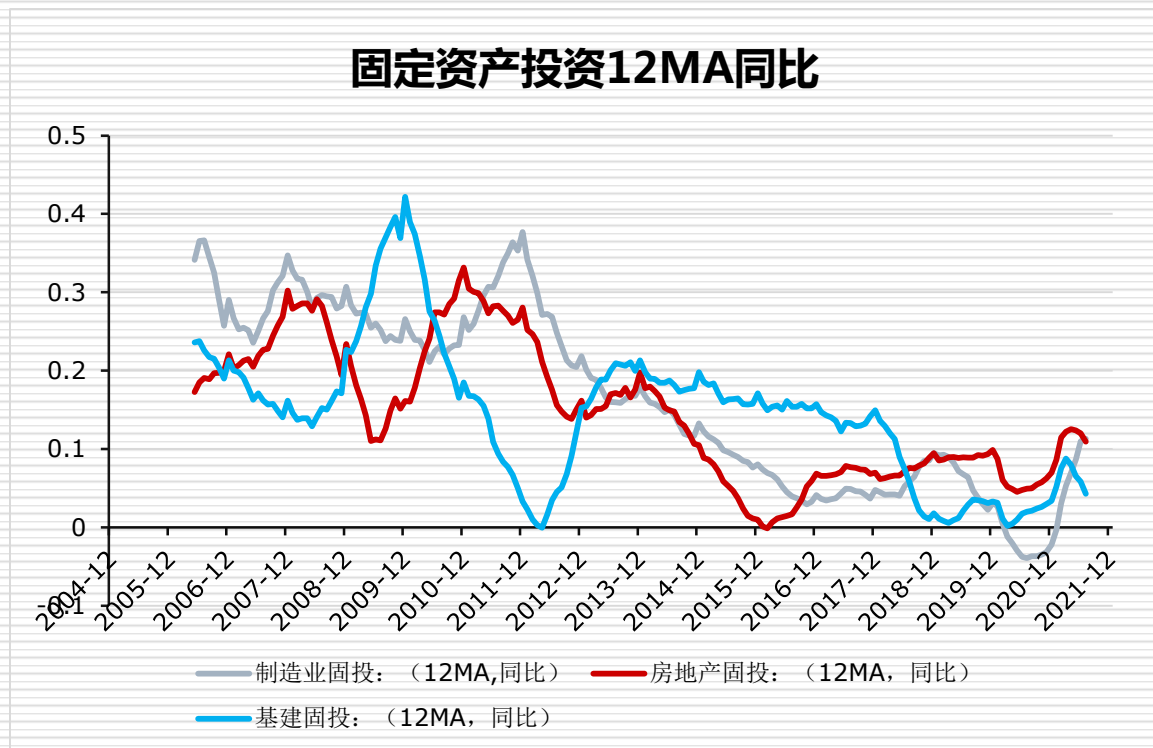
中国进出口占世界进出口比重



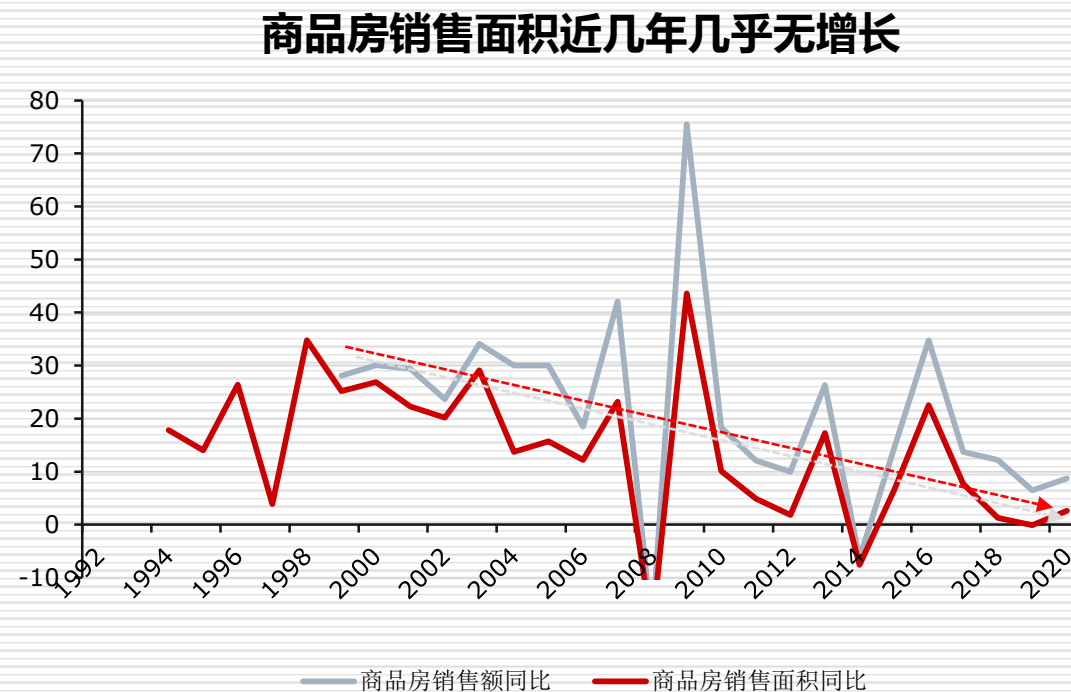
数据来源：中国制造业协会

- ✓ 全球化的两波浪潮在1970s和2000s,反映的是产业链的转移（日德-亚洲四小龙-中国）。
- ✓ 近十年全球贸易增速回落，但中国占比逐年增加，在存量中抢占份额。
- ✓ 出口对我国制造业的投资和就业的拉动还在持续，但对整个经济体拉动力在下降。

1.4宏观经济>>城镇化>尾段的信号是商品房销售面积增速不断下降



数据来源：wind，厚方投资

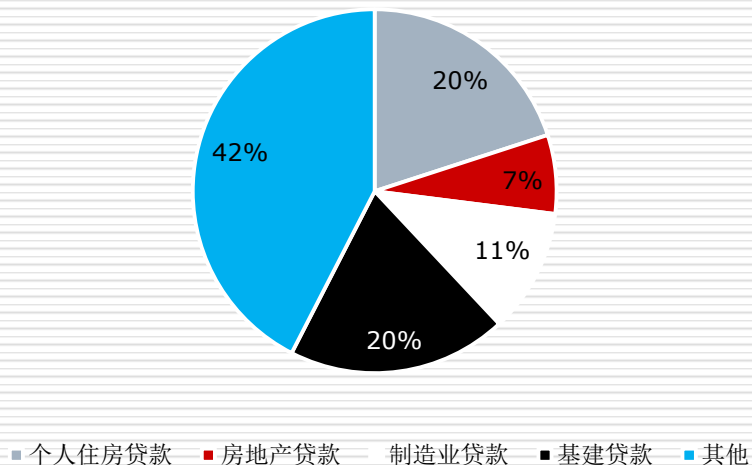


数据来源：wind，厚方投资

- ✓ 近几年房价年均涨幅8%，商品房销售额增速大部分是房价带动，商品房销售增速已经下台阶。
- ✓ 城镇化尾声驱动基建投资和地产投资增速不断下台阶。

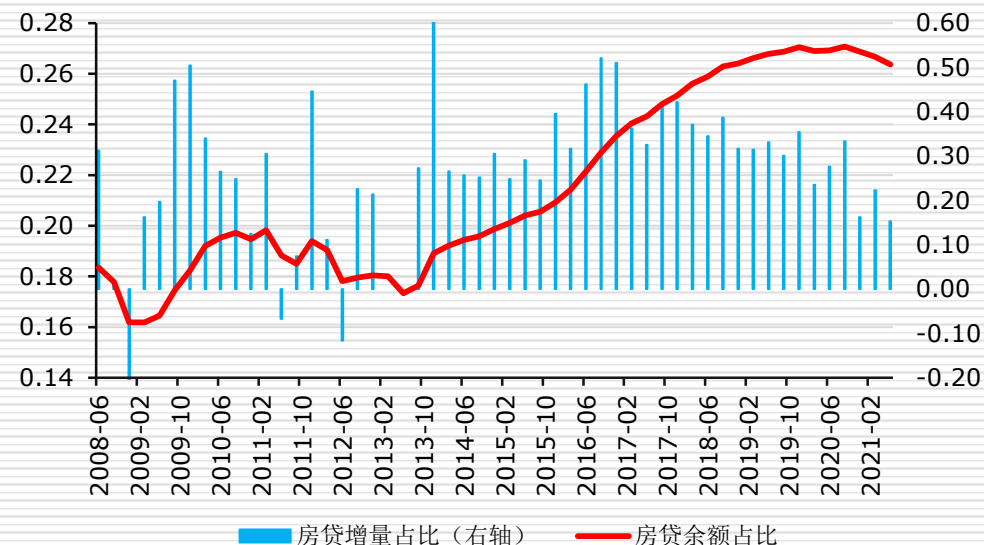
1.5 宏观经济 >> 房地产 > 涉房贷款是加杠杆最重要的渠道

金融机构贷款余额占比



数据来源: wind, 厚方投资

涉房贷款余额和增量占比

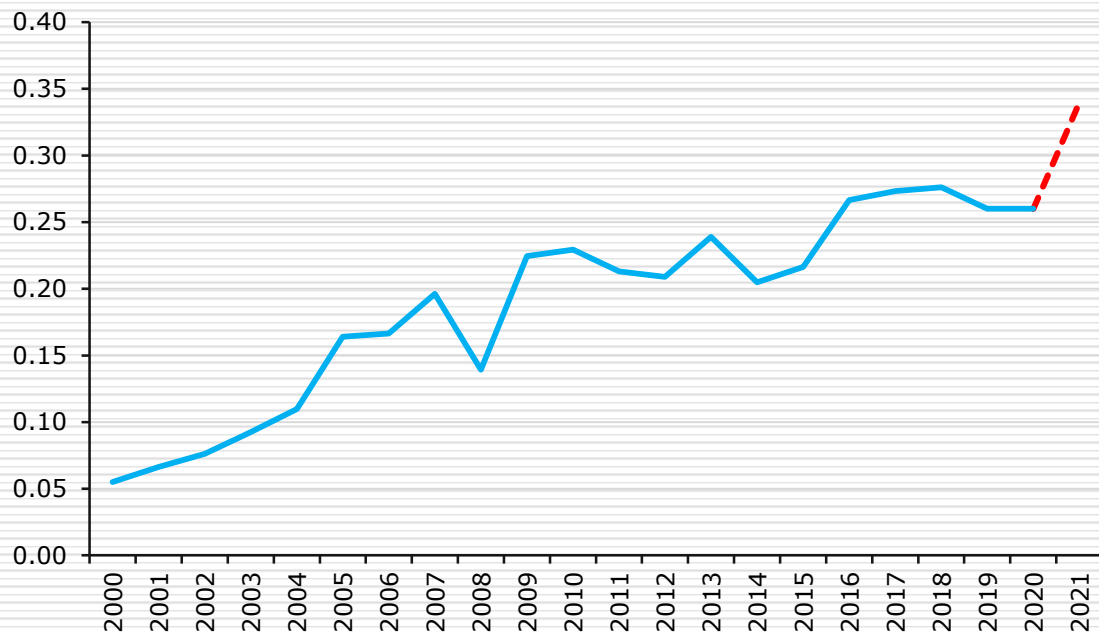


数据来源: wind, 厚方投资

- ✓ 截至2021年8月贷款余额190万亿，住房贷款最大，基建其次，制造业和地产贷款次之。
- ✓ 2019年地产相关表内贷款近28%（不包括表内未统计和表外融资部分），**新增贷款投向地产占比最高超过50%**

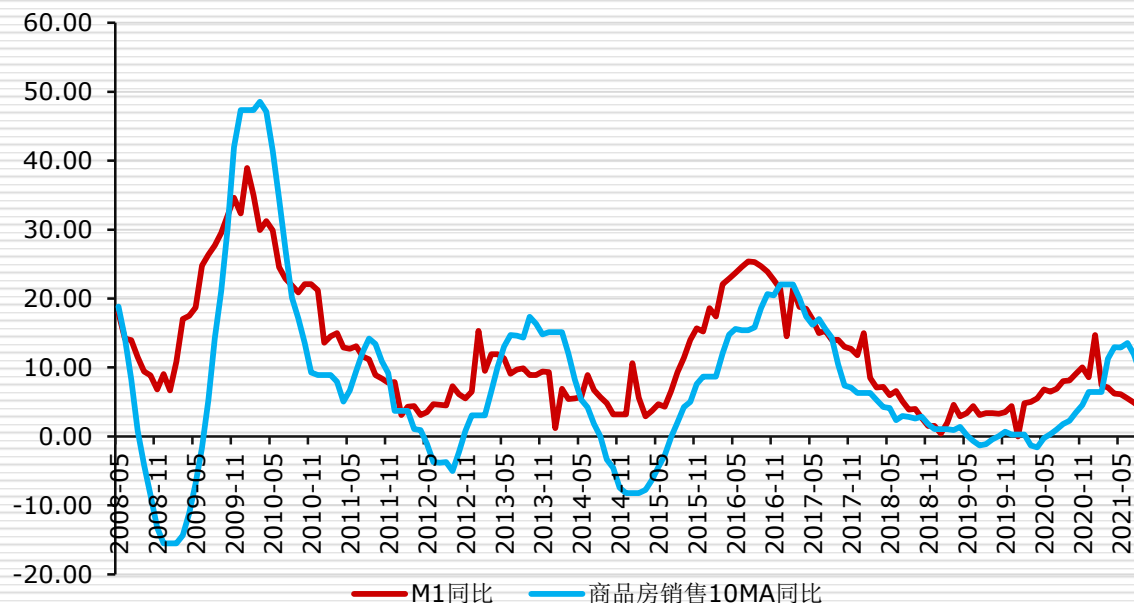
1.5 宏观经济 >> 房地产 > 房地产相关支出不断增加，买房是最重要的货币活化渠道

居民可支配收入买房占比



数据来源: wind, 厚方投资

M1同比和商品房销售



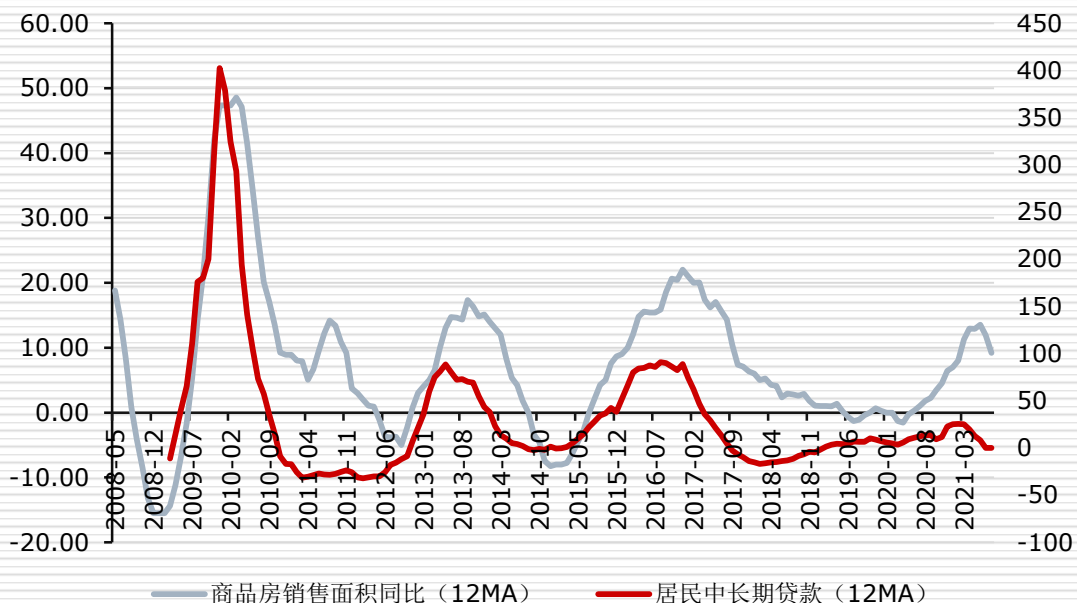
数据来源: wind, 厚方投资

- ✓ 居民平均买房支出占比28%，加上汽车为35%，加上装潢、家具、家电后估算为40%。分不开的“买房买车”。
- ✓ 2020年新增社融33.5万亿，表内人贷20万亿，M2增加22万亿，M1增加5万亿，商品房销售17万亿（按揭7万）。



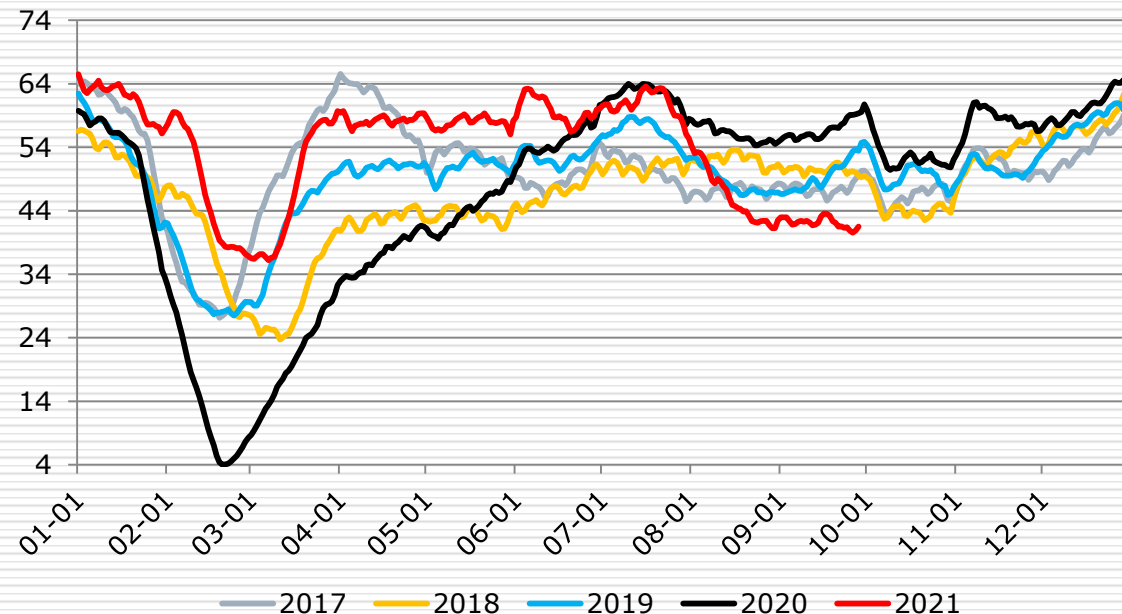
1.5 宏观经济 >> 房地产 > 这一轮地产加杠杆周期已经结束，去杠杆已经开启

商品房销售和居民中长期贷款



数据来源：wind，厚方投资

30大中城市商品房成交面积 (30MA)

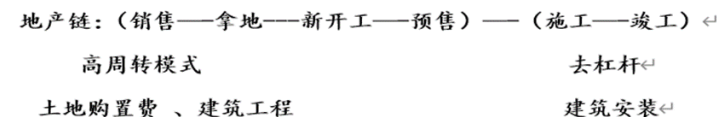


数据来源：wind，厚方投资

✓ “房住不炒”、“贷款集中度管理”、“三道红线”预示着供给侧改革延伸到了房地产领域。

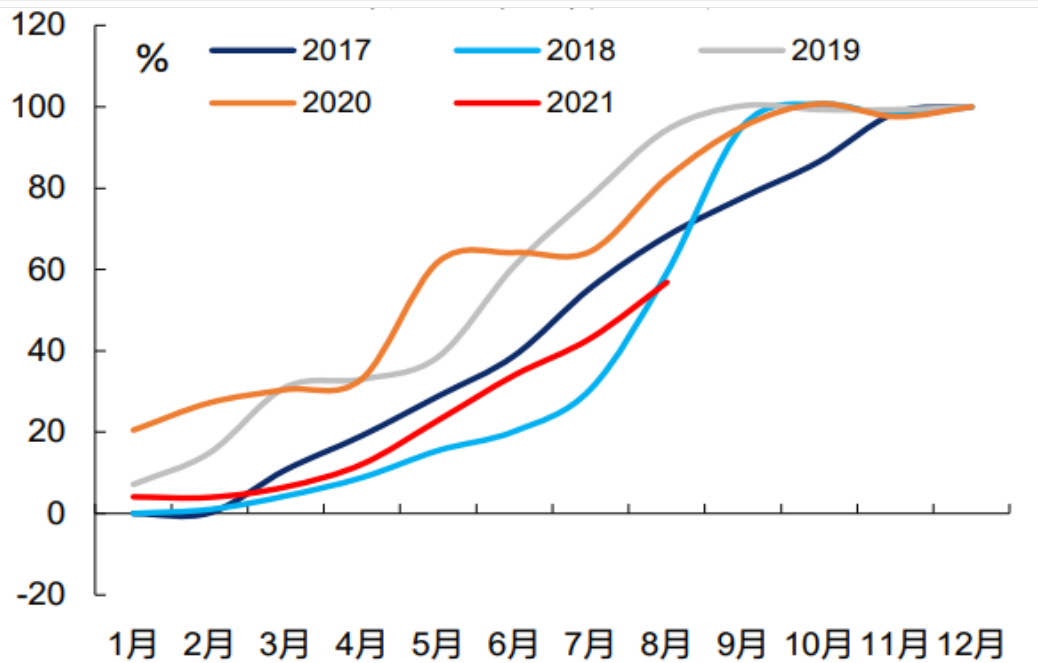
✓ 7月以来每周地产销售面积同比负增长超过20%。

✓ 高周转模式正在去杠杆，途径是产业链资金紧缩



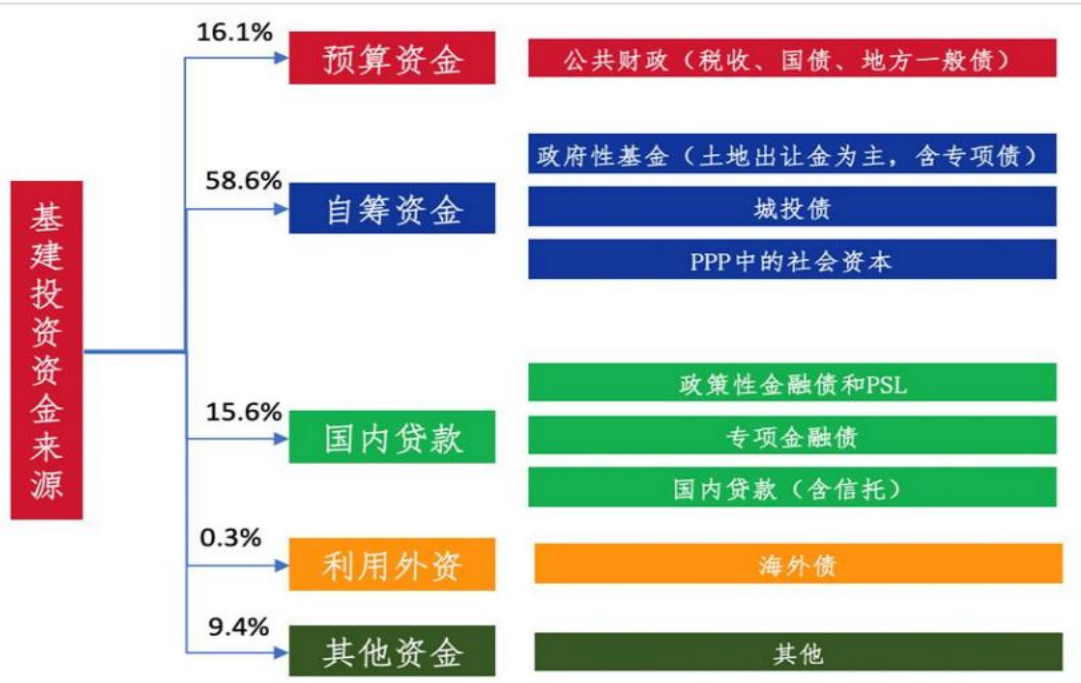
1.6宏观经济>>基建>基建表外受限，专项债4季度只有稳经济作用

2021年专项债发行进度



数据来源: wind, 厚方投资

基建资金来源

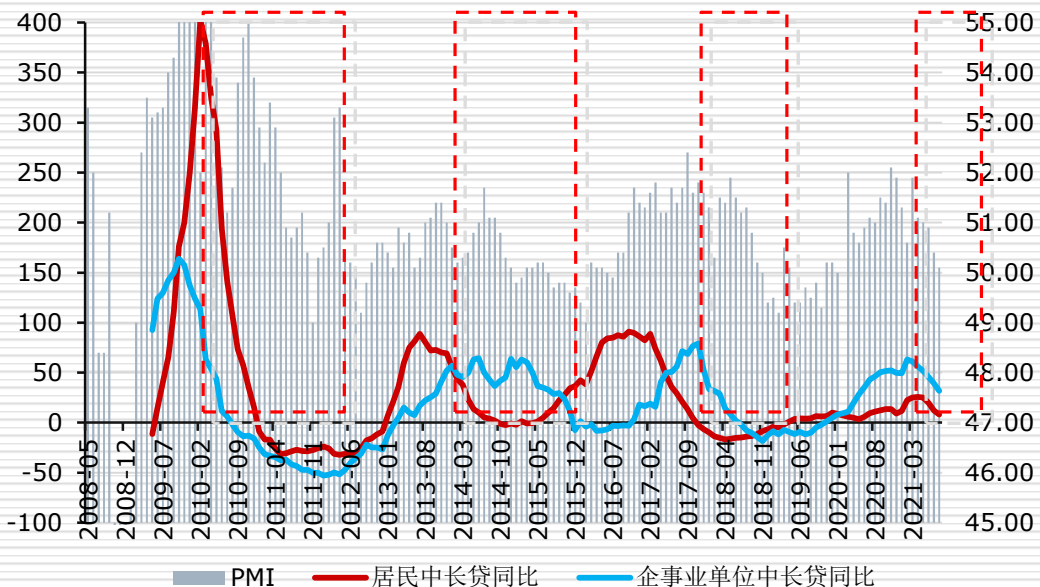


数据来源: wind, 厚方投资

- ✓ 专项债投放节奏类似2018年，预计9、10月专项债均在6000亿以上。专项债属于政府表内，提高存量货币效率。
- ✓ 银保监会15号文约束地方融资平台举债，严控隐性债务，对地方政府表外举债构成制约。
- ✓ **基建资金来源中专项债、城投债（管控严）、土地出让金（受限）占大头。**

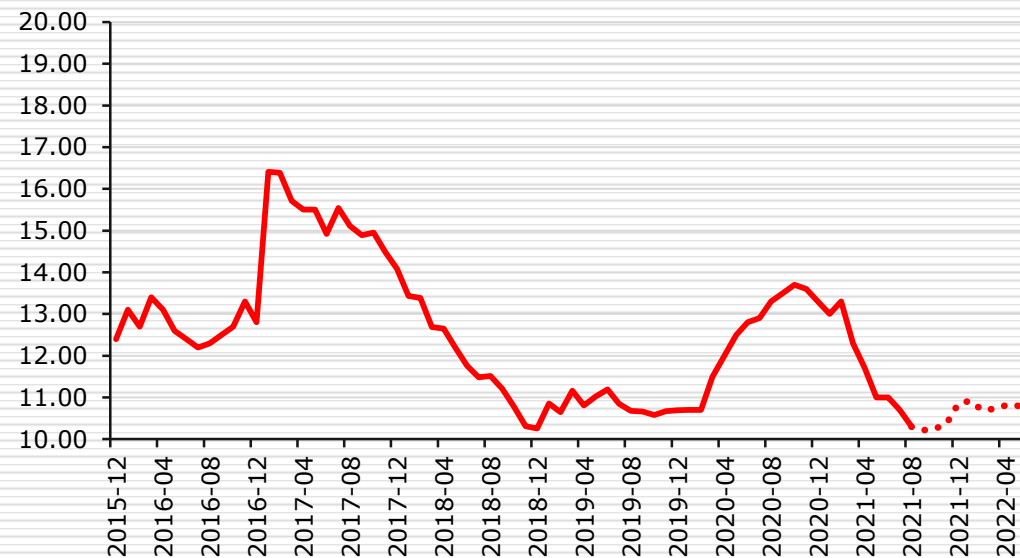
1.7宏观经济>>资产负债表>从贷款角度看本轮经济景气下行刚开始

居民企业中长期贷款和制造业PMI



数据来源: wind, 厚方投资

社融存量同比

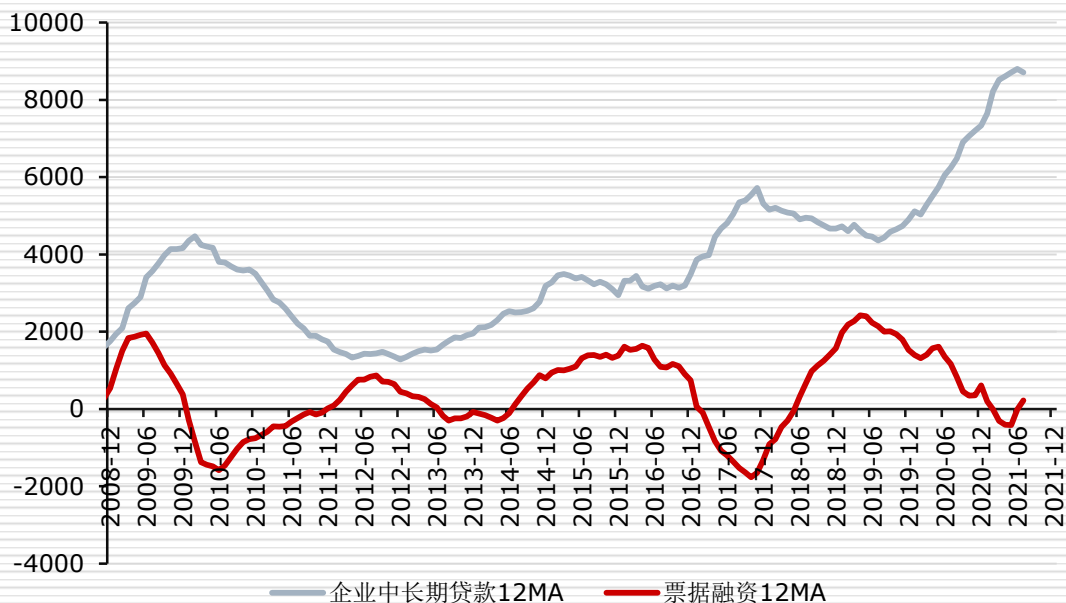


数据来源: wind, 厚方投资

- ✓ 加杠杆是完成产品市场出清/景气的重要途径，去杠杆阶段制造业活动均会萎缩。**这一轮下行期远未结束。**
- ✓ 社融衡量表内和表外融资总和，表外融资相当于对现有存款的高效利用。**由于低基数和专项债，预计9月社融增速触底随后有几个月的回升，但是没有大周期宽信用。**

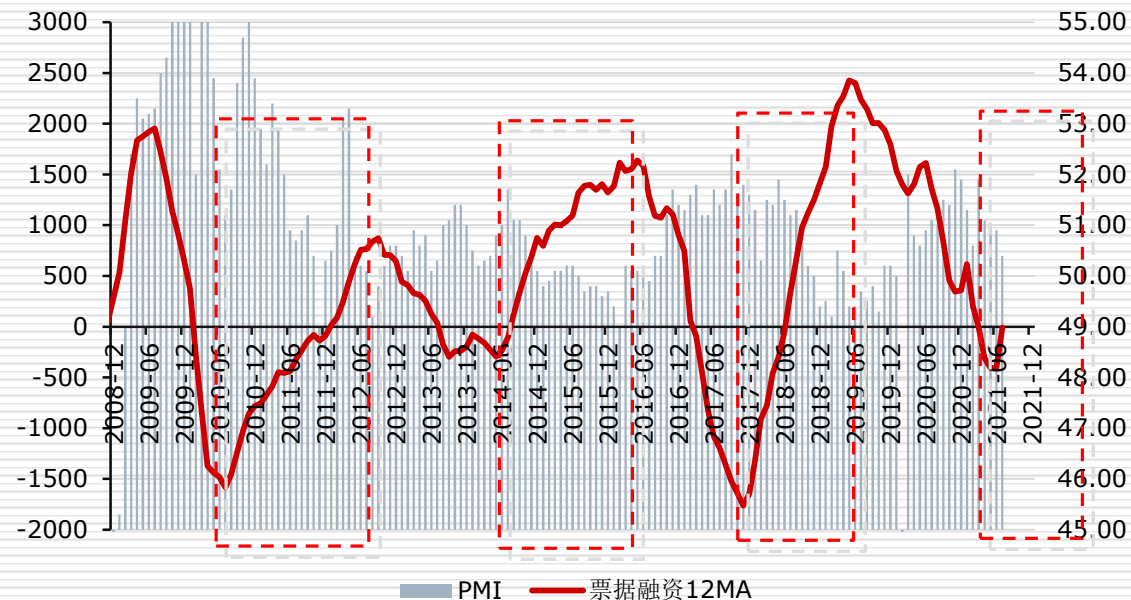
1.7 宏观经济 >> 资产负债表 > 从中长贷和票据融资看本轮经济景气下行刚开始

企业中长期贷款和票据融资



数据来源：wind，厚方投资

企业中长期贷款和票据融资



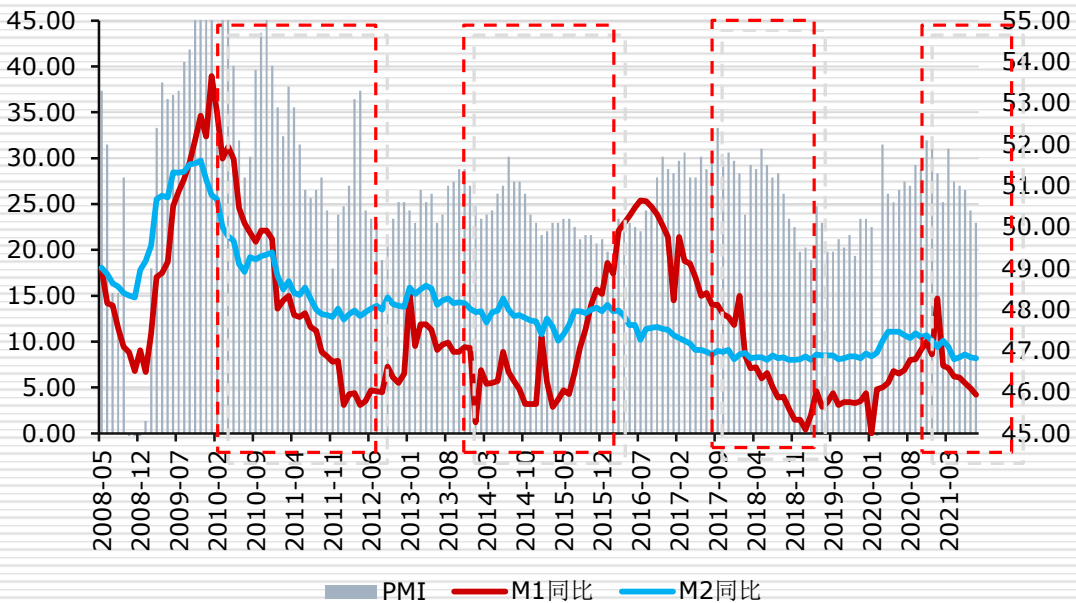
数据来源：wind，厚方投资

- ✓ 银行人民币贷款受央行、总行管控较严，增速波动已经不能反映真实经济景气情况。中长期贷款是企业经营的景气指标，执行层面是企业推动。**票据融资则是银行端在总量要求下的冲量操作。**
- ✓ 二者结构的变化更能反映制造业真实景气度，该指标显示这一轮的经济衰退才刚刚开始。



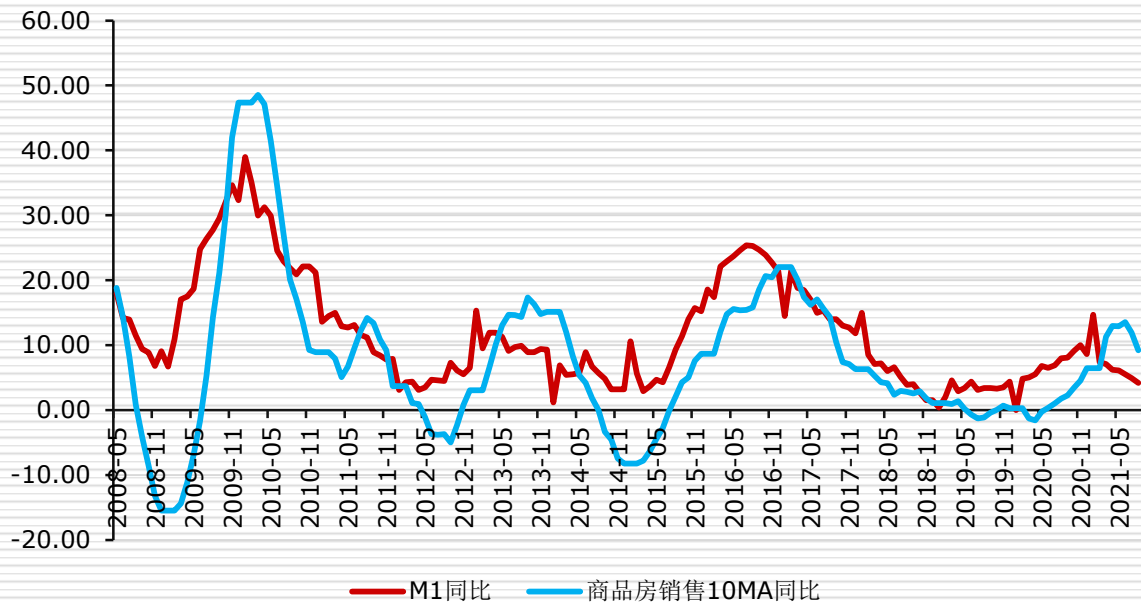
1.7宏观经济>>资产负债表>从存款角度看本轮景气下行并未结束

M1/M2同比和制造业PMI



数据来源: wind, 厚方投资

M1同比和商品房销售



数据来源: wind, 厚方投资

- ✓ M1-M2的波动其实就是M1的波动，M1代表企业活期存款（制造业、地产、城投等），M1同比领先制造业回升。
- ✓ 商品房销售是货币活化最重要的方式，地产销售→存贷款转移→企业活期存款→新订单→生产回升→利润回升。
- ✓ 目前看，货币活化下行趋势未看到结束，我们测算到2022年中M1同比下降到1%以下，后跟随政策放松回升。



1.宏观经济>>小结

- ✓ 我国是一个高投资追赶型经济体，**投资会先上升后下降**，回落到可持续水平。
- ✓ **高投资的需求来自于工业化、城镇化、全球化**，前两者对投资的需求均**边际回落**。
- ✓ 涉房贷款是最重要的加杠杆渠道，房地产去杠杆背景下不要指望整体宽信用。
- ✓ 专项债四季度只有**托的**作用，缓解经济下降的速度而不改变下降的方向。
- ✓ 从宏观、中观和微观货币多角度看，**本轮下行周期和信贷紧缩均未结束，或持续到2022年中**。
- ✓ 当前我们要维持高增长的三条路径中，**最有效的是通过消费升级、产业升级**，在地产之外开辟新的消费循环场景，其中具有高度可执行性的是**医疗养老、消费、新能源车、光伏风电**。

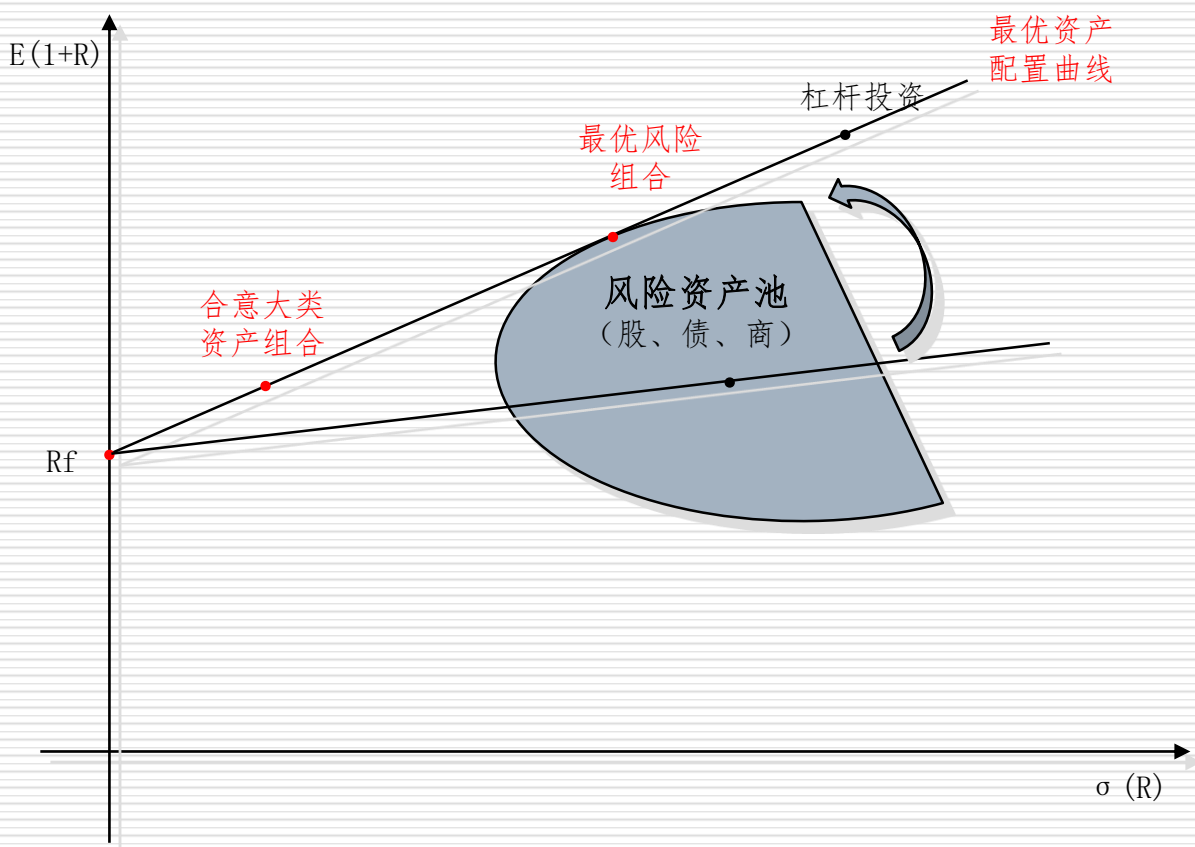
- 1 投资、消费、出口与宏观经济
- 2 大类资产配置
- 3 股债轮动
- 4 商品市场



大类资产配置

最优组合是动态变化的

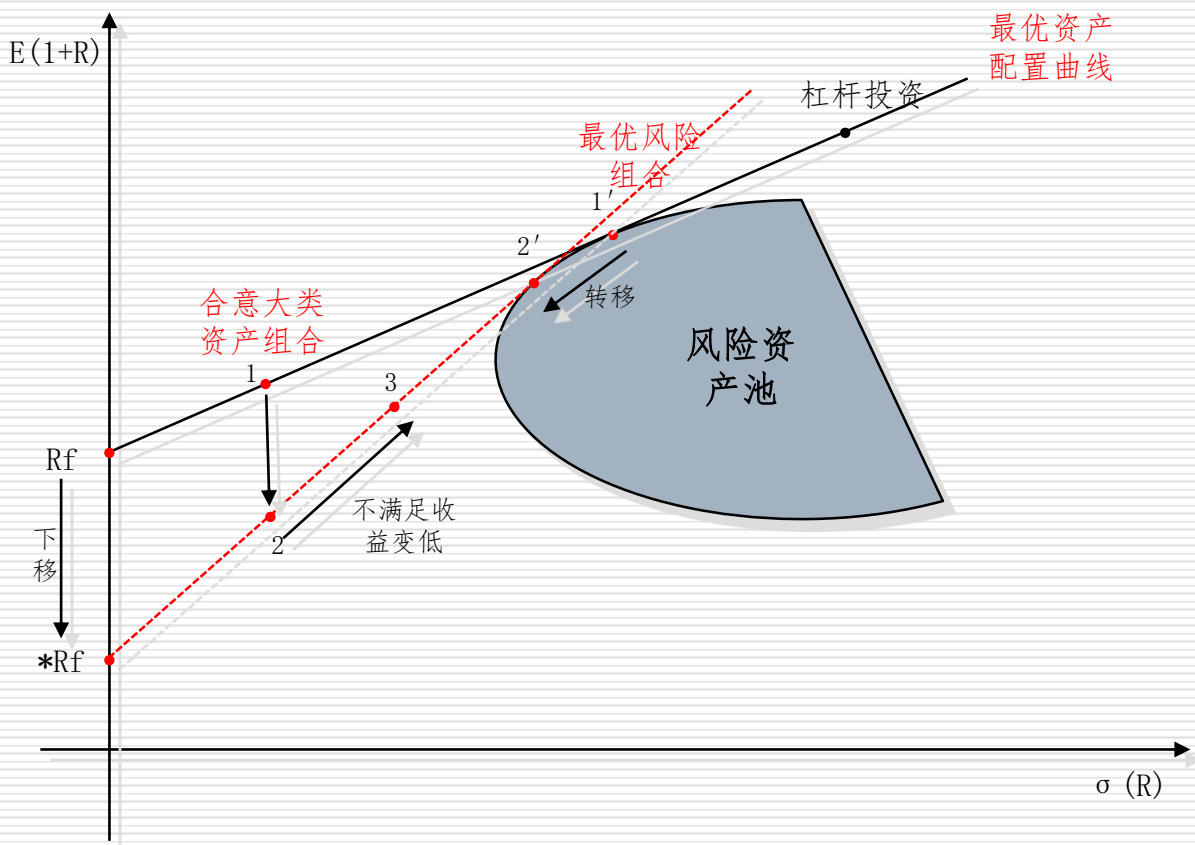
2.1 大类资产展望 >> 大类资产配置首先要寻找最优风险组合（夏普比率最高）



数据来源：厚方投资

- ✓ 目前我国债券市场规模100万亿，股市流通市值60万亿。**配置资金来自居民、企业、金融机构。**
- ✓ **为了获得最高的夏普比率，构建出最优资产配置曲线，曲线上可以选择加杠杆或无杠杆配比。**
- ✓ 资产配置两步法：确定最优风险组合，再根据自身风险收益偏好决定杠杆比率。
- ✓ **模型中 σ 是用历史波动率，现实中使用需要通过基本面分析思考未来波动率。**

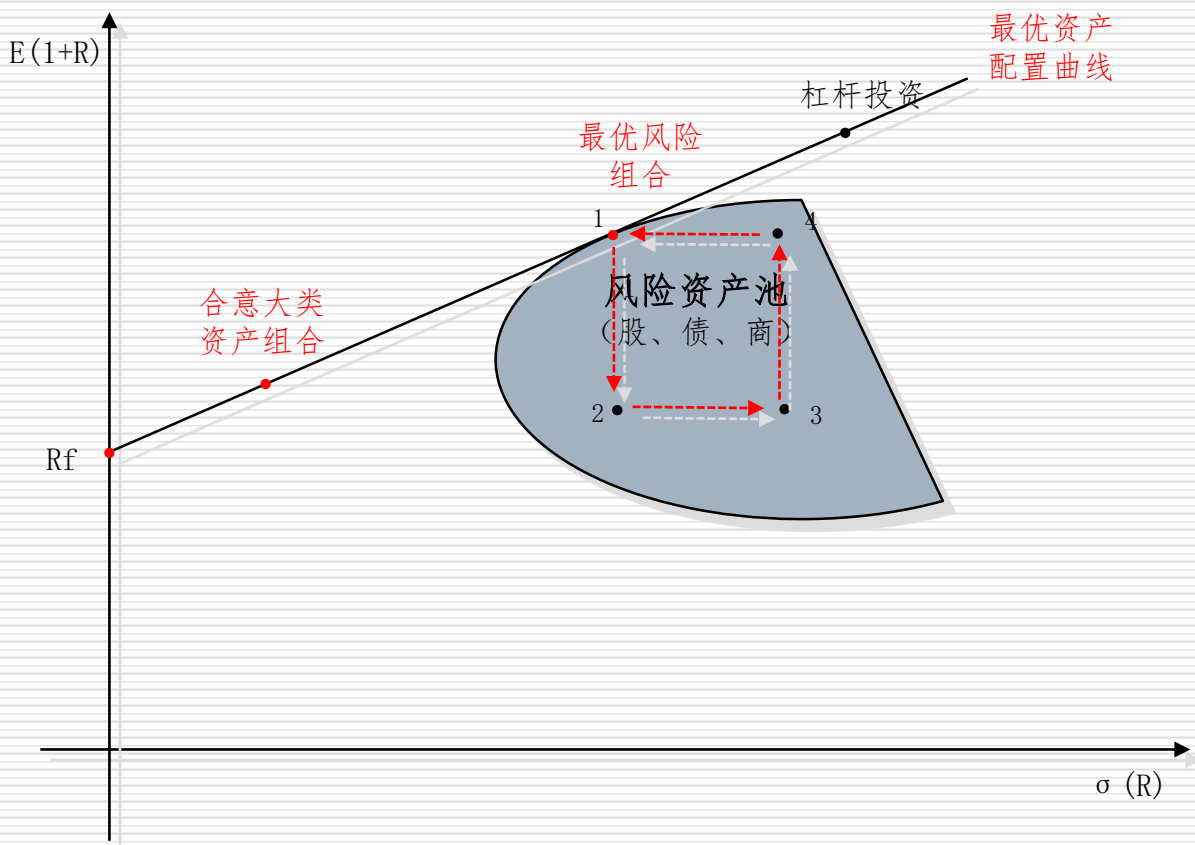
2.2 大类资产展望 >> 无风险利率下行会带来资金加大最优风险组合配置



数据来源：厚方投资

- ✓ 无风险利率可能是来自经济内生性下行，也可以是资金面宽松或资产荒。
- ✓ 无风险利率下行导致组合期望收益下降（1→2），资本不满足会加大最优风险组合的配置（2→3）。
- ✓ 无风险利率的下行会导致最优风险组合向低波动资产（如消费、医药）转移。
- ✓ 资金面极度宽松会使得杠杆投资盛行，随后开启的去杠杆极易触发股灾（2015）、债灾（2013年中、2016年末）。
- ✓ 美股中短期利率上行会驱动上述配置逆转。

2.3 大类资产展望 >> 最优风险组合存在明显的轮动效应



数据来源：厚方投资

✓ 美林时钟是表征资产轮动的模型之一：

I 衰退：债券 > 现金 > 股票 > 大宗商品

II 复苏：股票 > 大宗商品 > 债券 > 现金

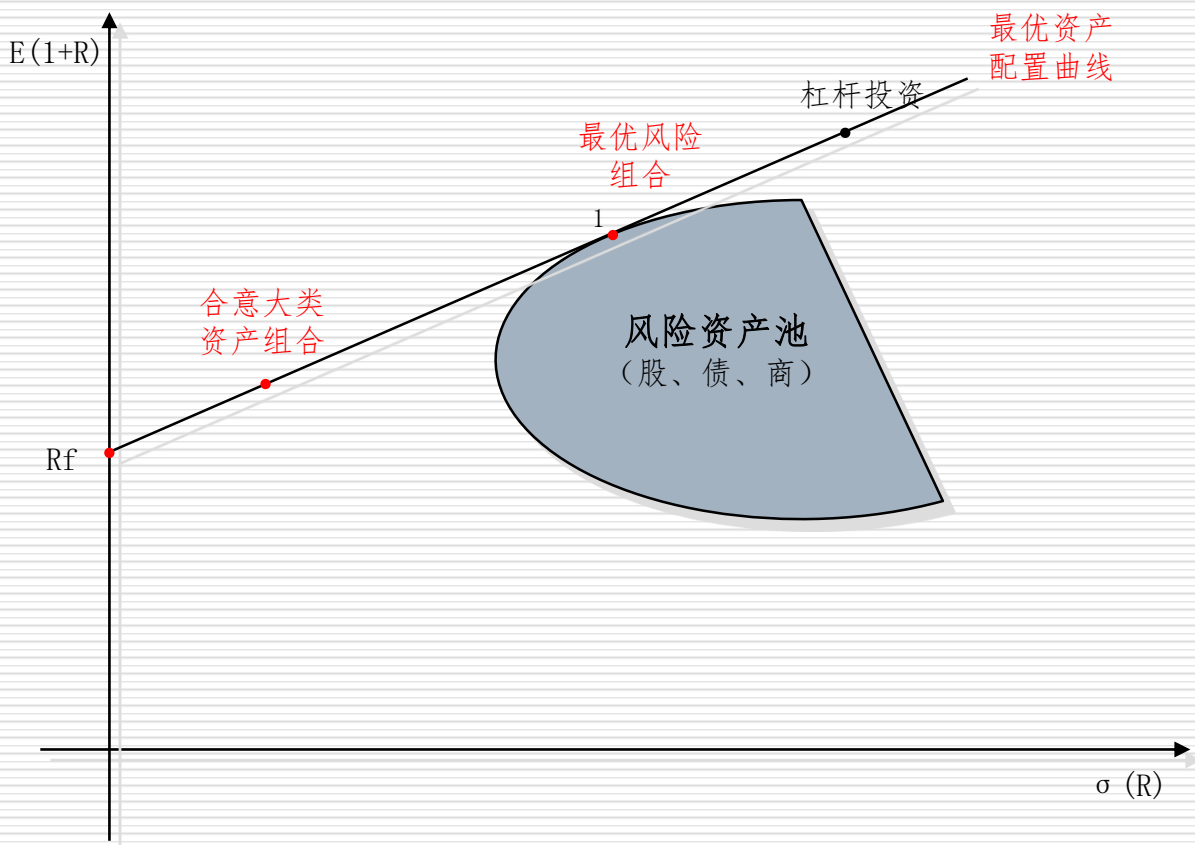
III 过热：大宗商品 > 股票 > 现金/债券

IV 滞胀：现金 > 大宗商品/债券 > 股票

✓ 最优资产轮动的过程，即是资产风险和收益特征变化的过程。

✓ 某资产过度上涨后，会大幅降低该组合未来的潜在收益；大幅下跌后，会增加该组合未来的潜在收益。

2.4 大类资产展望 >> 资产配置的选择大幅受制于投资周期

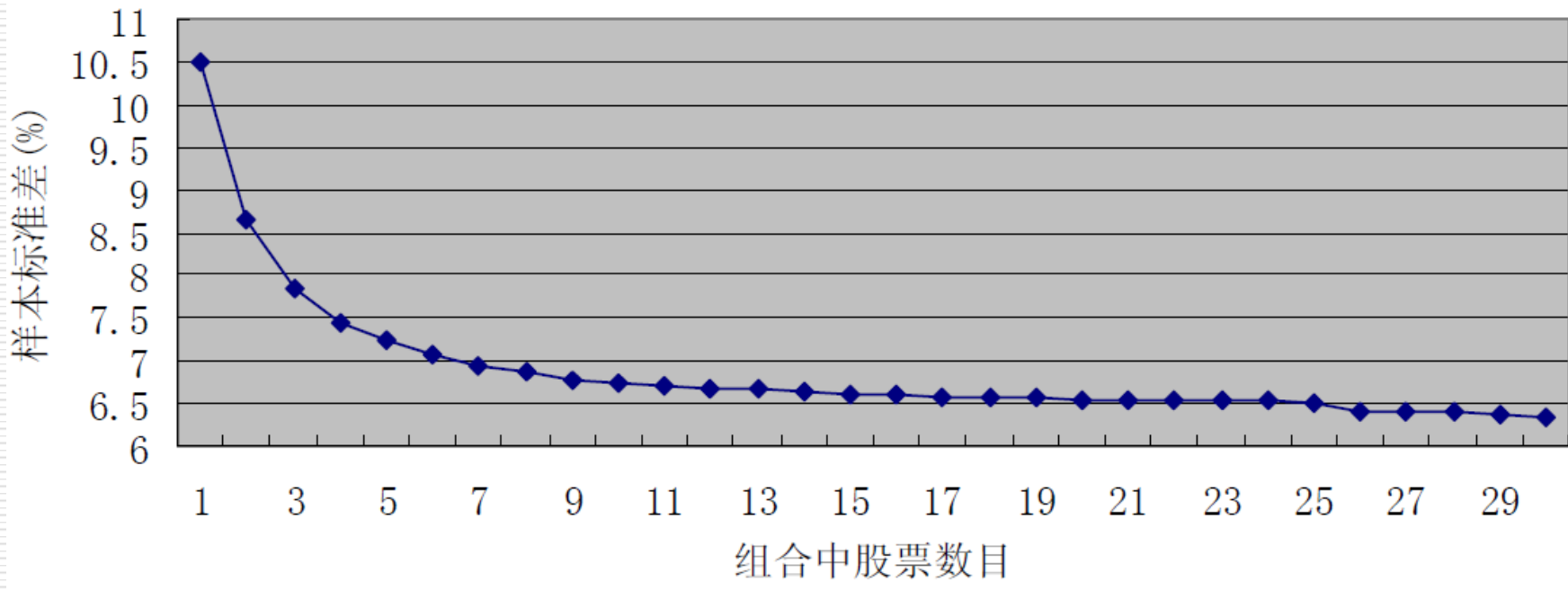


数据来源：厚方投资

- ✓ 基钦周期（大约4年）的配置维度，美林时钟非常有效。情绪对该周期的期望收益影响非常大。
- ✓ 配置周期越长，则资产本身的特性考虑应该远远大于交易层面的影响。
- ✓ **某些资产长期的期望收益总是大于另外一些资产：**例如美股、A股龙头股、房产总是长期跑赢通胀，跑赢信用债。

2.5 大类资产展望 >> 分散化可以在平均收益率下，降低投资风险

投资组合风险度随着股票数量增加而下降



数据来源：厚方投资

- ✓ 不同组合的期望收益率等于线性加权均值，标准差还和相关系数有关。
- ✓ 组合数量在20个后风险不再明显下降。

- 1 投资、消费、出口与宏观经济
- 2 大类资产配置
- 3 股债轮动
- 4 商品市场

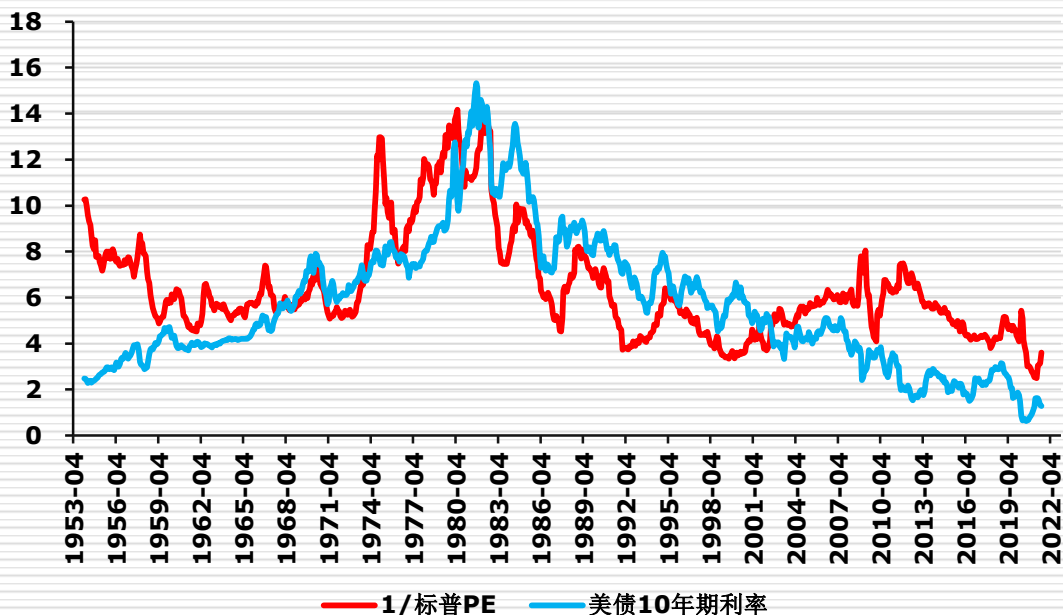


股债轮动

风险资产投资是无风险配置的外溢

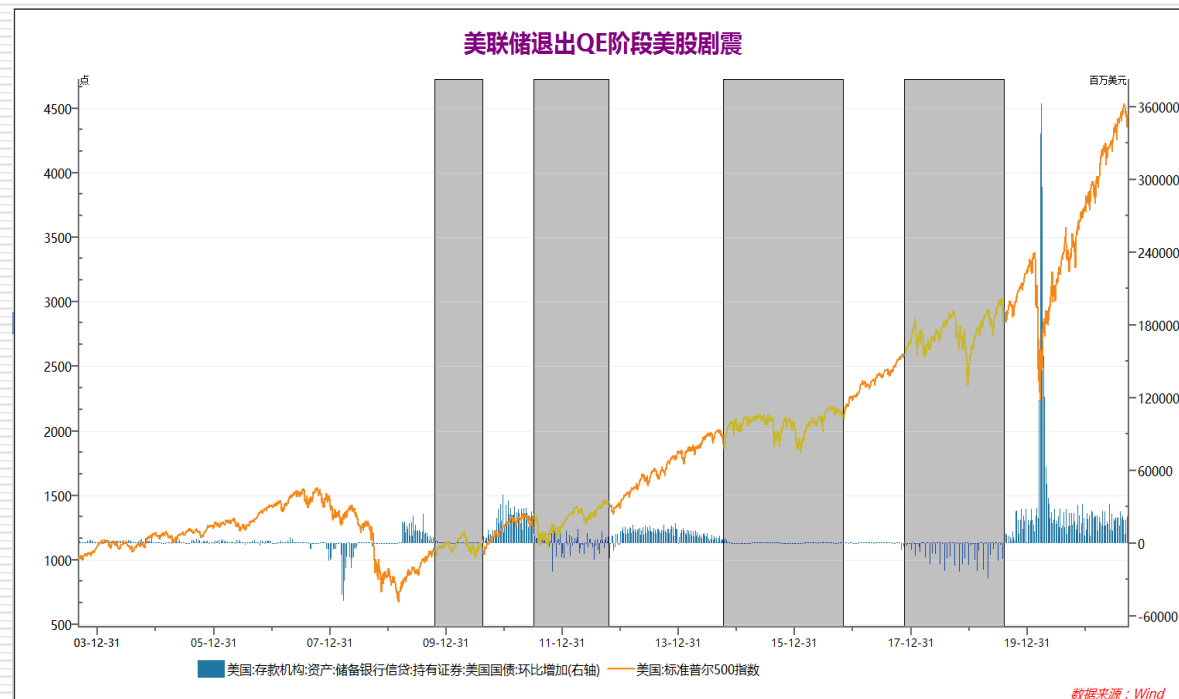
3.1 股债轮动 >> 美股走长牛，但退出QE和加息阶段会迎来剧震

美股当前泡沫并不算高



数据来源：厚方投资

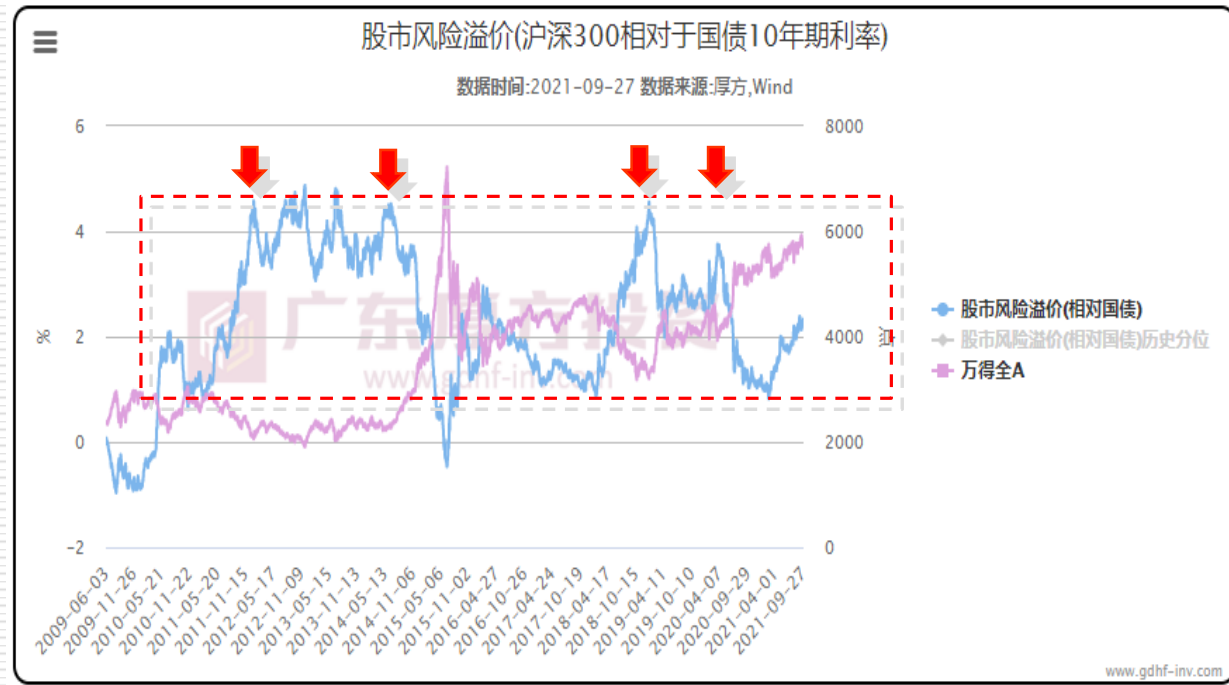
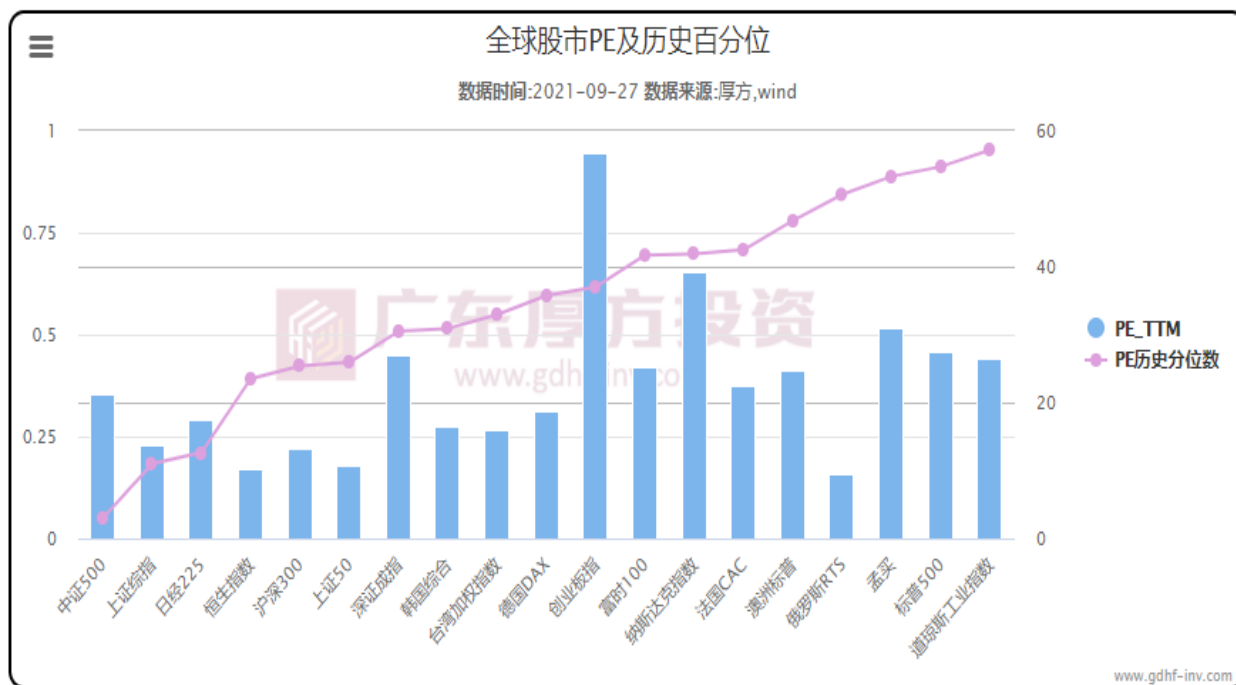
美联储退出QE阶段美股剧震



数据来源：wind，厚方投资

- 截至8月，标普500指数动态市盈率28倍，考虑到增速10-20%以及美债利率低位，这个估值并不算极端高估。
- 美股的长牛是天时、地利、人和共振的结果，长期期望收益全球最高，但中短期期望收益有限。
- 美国债务上限：美国债务上限上调结果是肯定的，过程是曲折的。
- 美国Taper：7月非农已经修复74%，达到释放Taper信号条件，市场会一直定价到正式开始。同期美股宽幅震荡。

3.2 股债轮动 >> 新一轮放水后，全球股市估值到历史高位，性价比有所下降



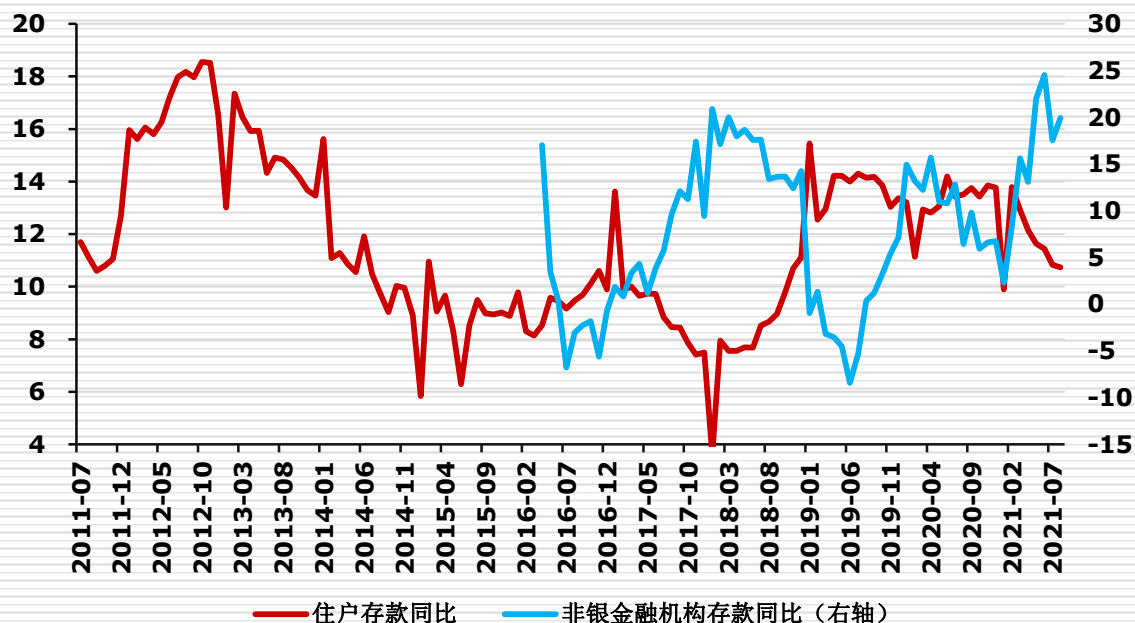
数据来源：厚方投资

数据来源：wind，厚方投资

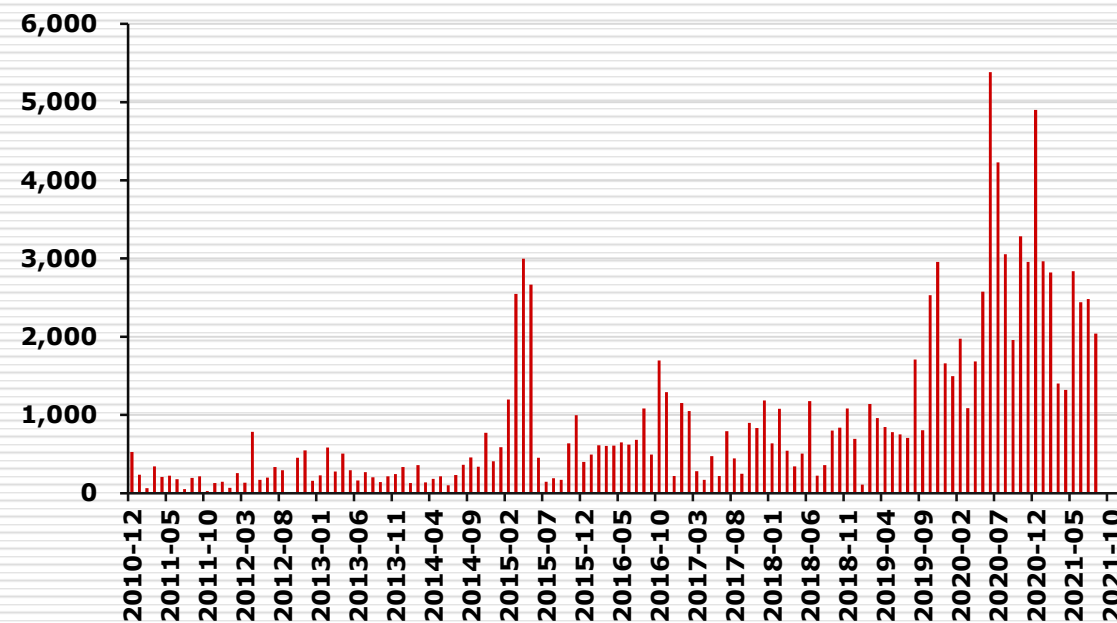
- 美股估值处于历史高位，A股估值全球处于较低水平，但剔除金融后不低。A股中500指数的历史估值百分位较低。
- 股市风险溢价1/PE-Rf衡量股债性价比，每次股市性价比高位临界（5%），极易触发债券资金向股市转移。

3.3 股债轮动 >> 居民存款转移是当前资产配置最大的驱动

居民存款转移正在进行时



基金发行不断攀升 (股债基等)



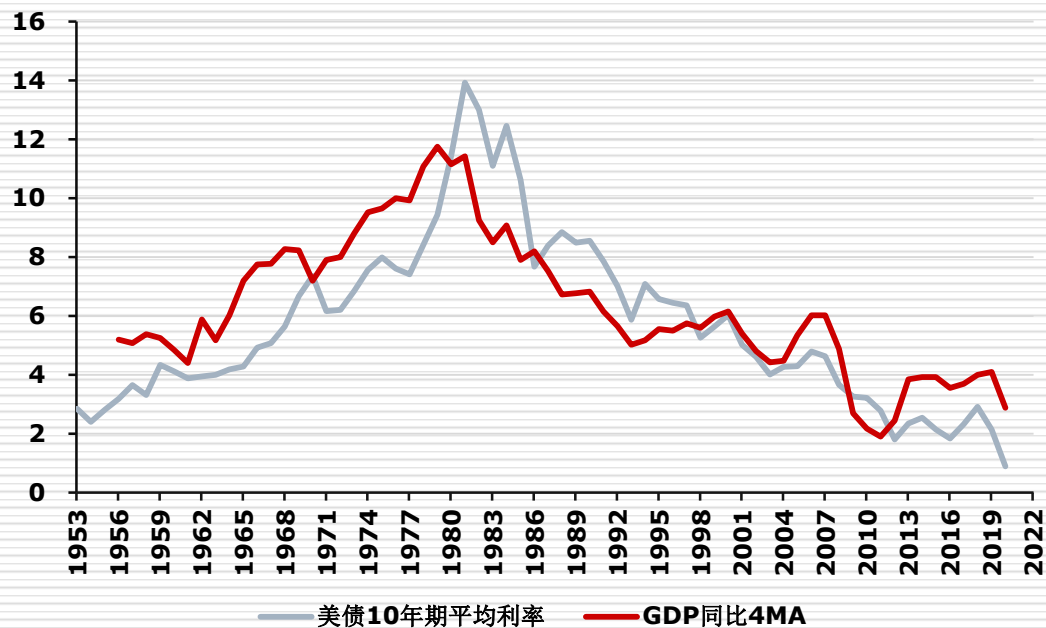
数据来源: wind, 厚方投资

数据来源: 厚方投资

- 居民存款转移是将居民口径的存款转移到金融机构（证券、基金、信托等）口径的存款。
- 截至2021年8月，居民存款余额约100万亿，企业存款余额70万亿，非金融机构存款余额20万亿。
- 居民存款余额同比的下降通常是加大了资产配置（房、债、股、商等），当前买房渠道已经限制。

3.4 股债轮动 >> 滞胀阶段经济活动回落，通胀上行，驱动利率上行

国债利率跟随名义GDP增速波动



数据来源：厚方投资

滞胀阶段经济回落利率上行



数据来源：厚方投资

✓ **投资强度和资本存量水平，决定利率长期水平。**经济周期波动和信贷波动，决定了中期利率波动。货币的松紧和短期债券供给，影响短期利率波动。

✓ 通常PMI下降，对应的是利率的下降，但在经济周期中的滞胀阶段，该规律失效。**当前债市有调整压力。**

- 1 投资、消费、出口与宏观经济
- 2 大类资产配置
- 3 股债轮动
- 4 商品市场

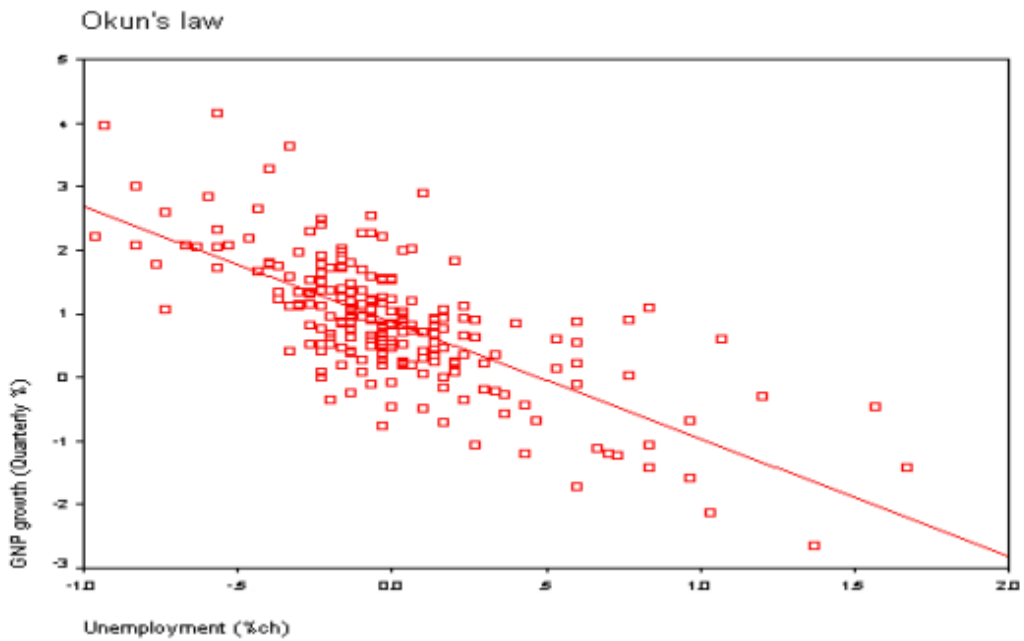


商品市场

1970s再现

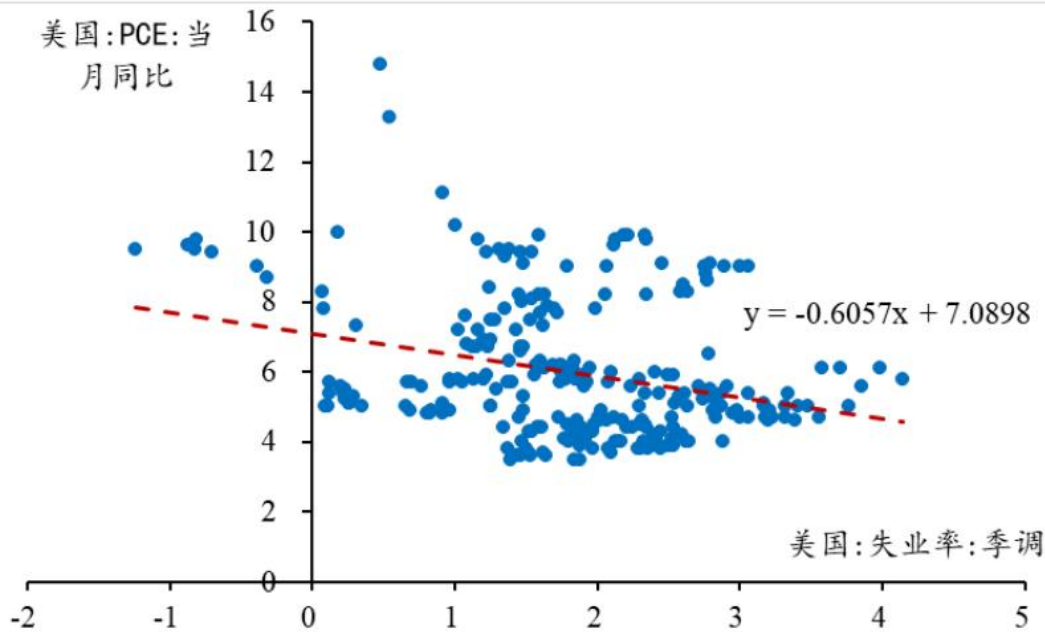
4.1 商品市场 >> 滞胀环境下，西方经济学很多规律失灵

奥肯定律表明GDP提升1%就业提升0.5%



数据来源：厚方投资

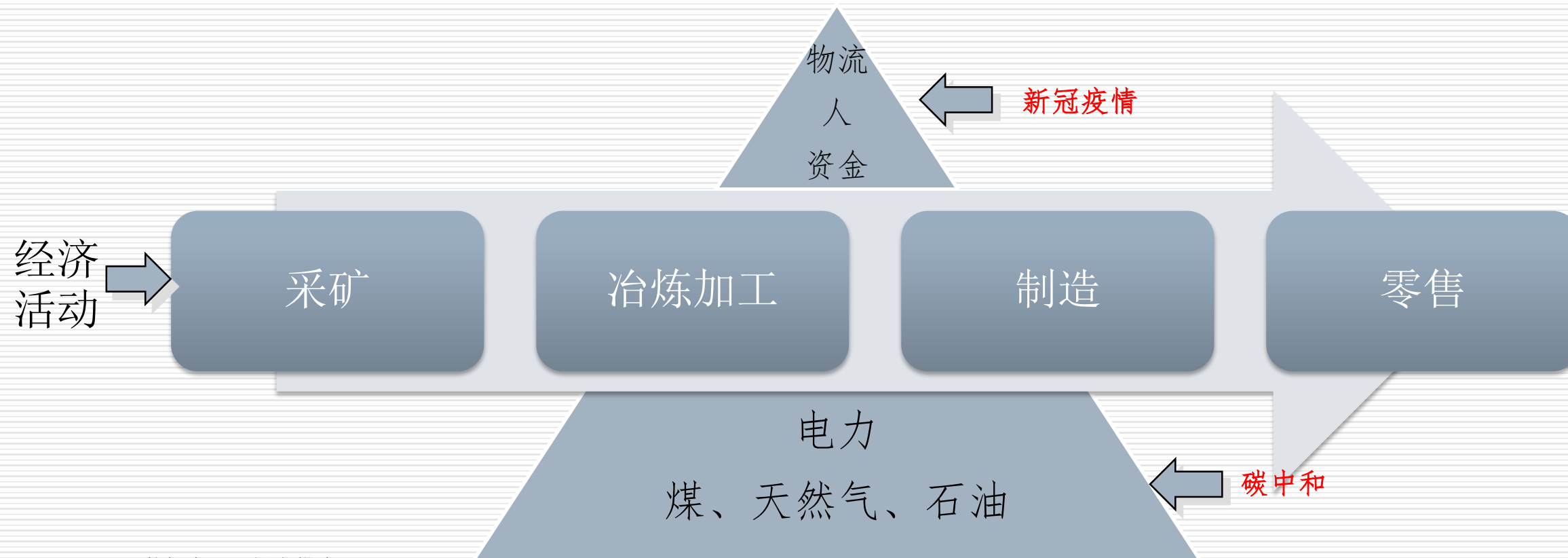
菲利普斯曲线表明通胀率和失业率负相关



数据来源：厚方投资

- ✓ 上述规律关注就业和产出、就业和通胀之间的关系，但劳动力只是生产要素之一。凯恩斯主义也热衷于需求刺激。
- ✓ 生产要素中劳动、资本、技术，**生产关系中的供应链、全球化问题均会影响产出和通胀。**
- ✓ **高通胀、高失业、低产出**这种古典经济学认为“**诡异的事情**”可以存在于现实中。

4.2 商品市场 >> 持续滞胀要么来自于成本推进，要么来自货币过度超发

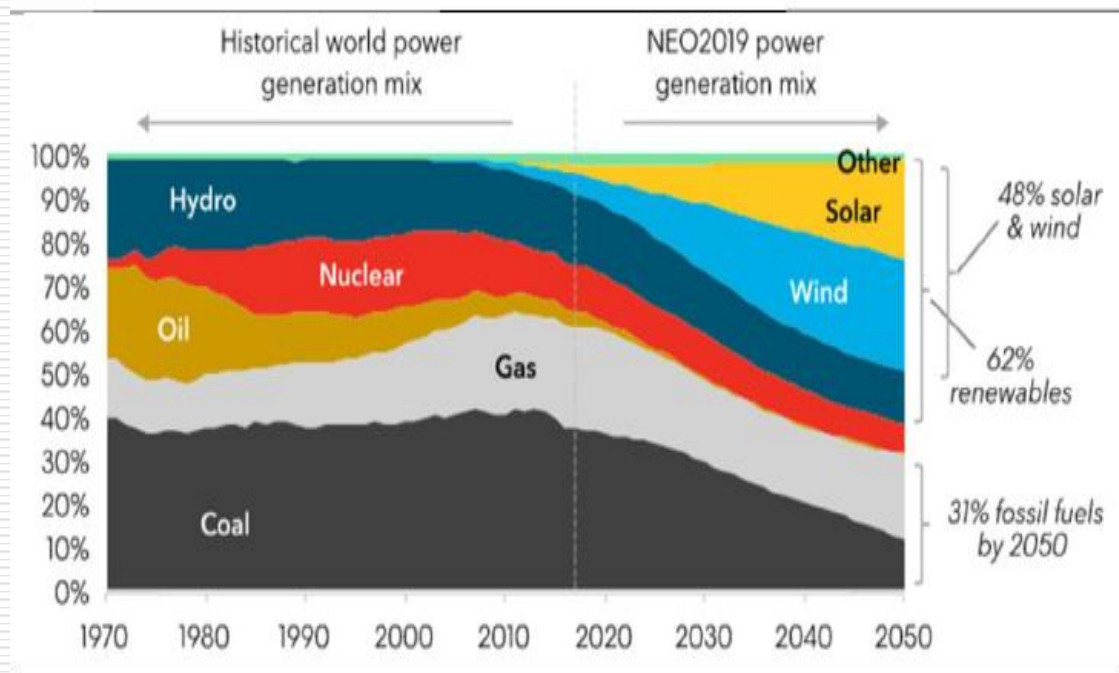


数据来源：厚方投资

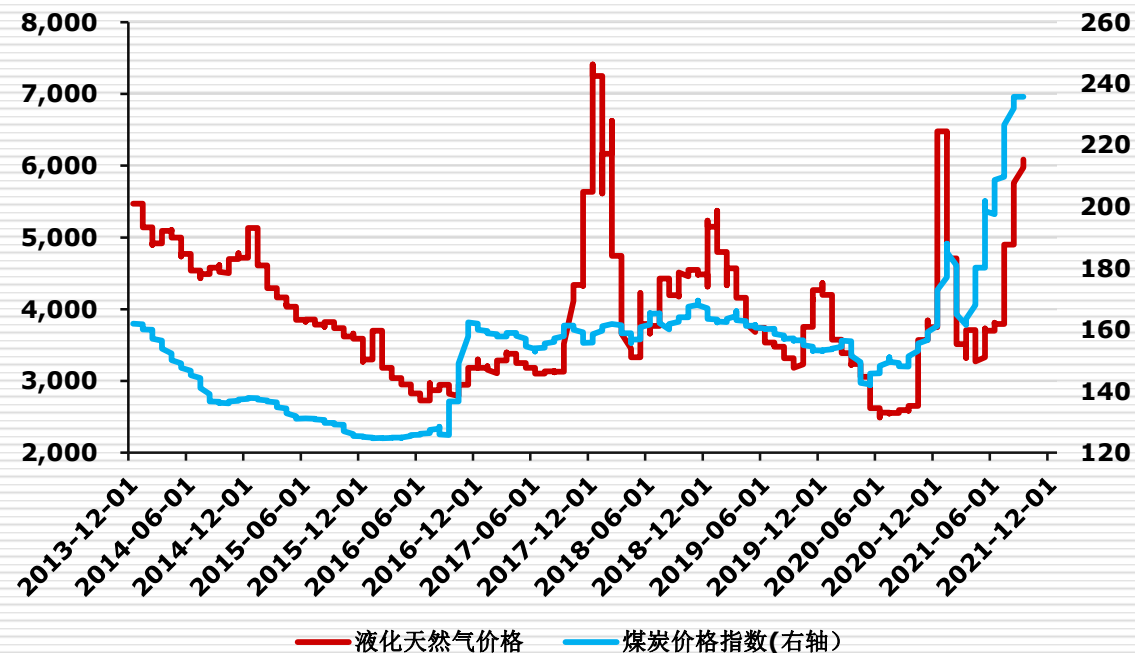
- ✓ 通常而言，高通胀下不会有经济收缩，需求收缩必然对应价格下降。
- ✓ 持续性的滞胀有两种背景：供应端成本推进、需求端货币过度超发。
- ✓ 本轮滞胀属于成本推进，能源危机起源于煤、天然气和物流等。

4.3 商品市场 >> 成本推进本轮滞胀，正在走向1970s

2050年世界一半能源将由风光代替



能源价格不断上行突破历史新高



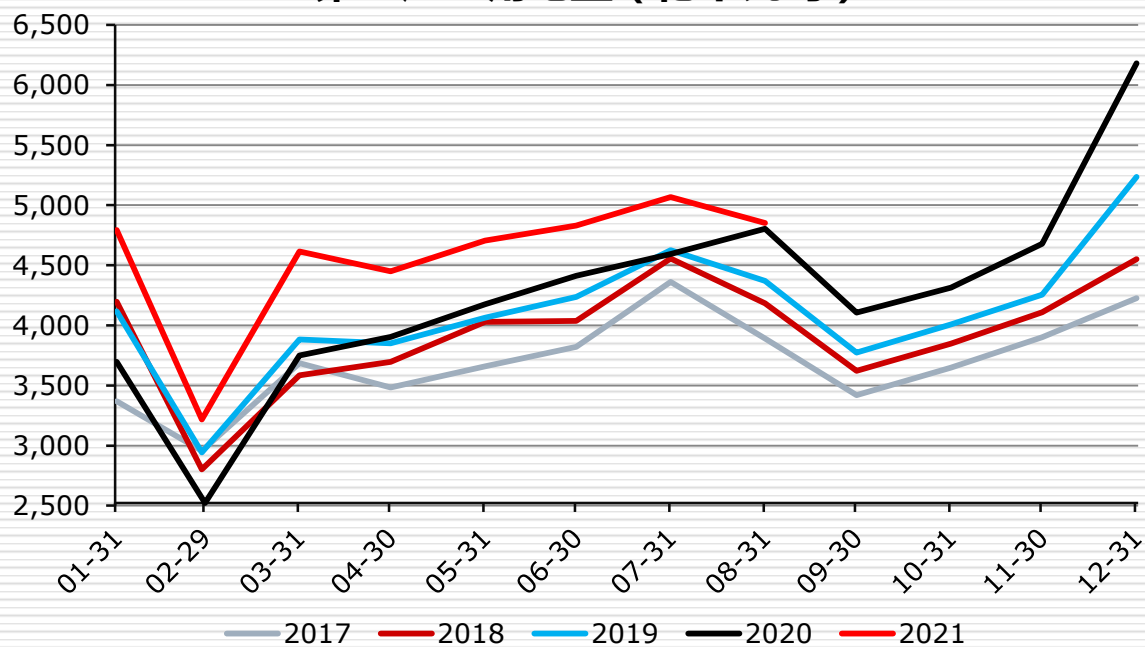
数据来源：BNEF，厚方投资

数据来源：厚方投资

- ✓ 本轮能源供给冲击的**最初原因**在于**碳中和目标**，对中国表外煤炭大约去5亿吨煤炭，欧洲去天然气矿。
- ✓ **新冠疫情**的出现冲击了供应链，全球运费飙涨，欧洲电力价格暴涨。
- ✓ 欧美发放**大量救济金**，部分岗位出现用工荒。

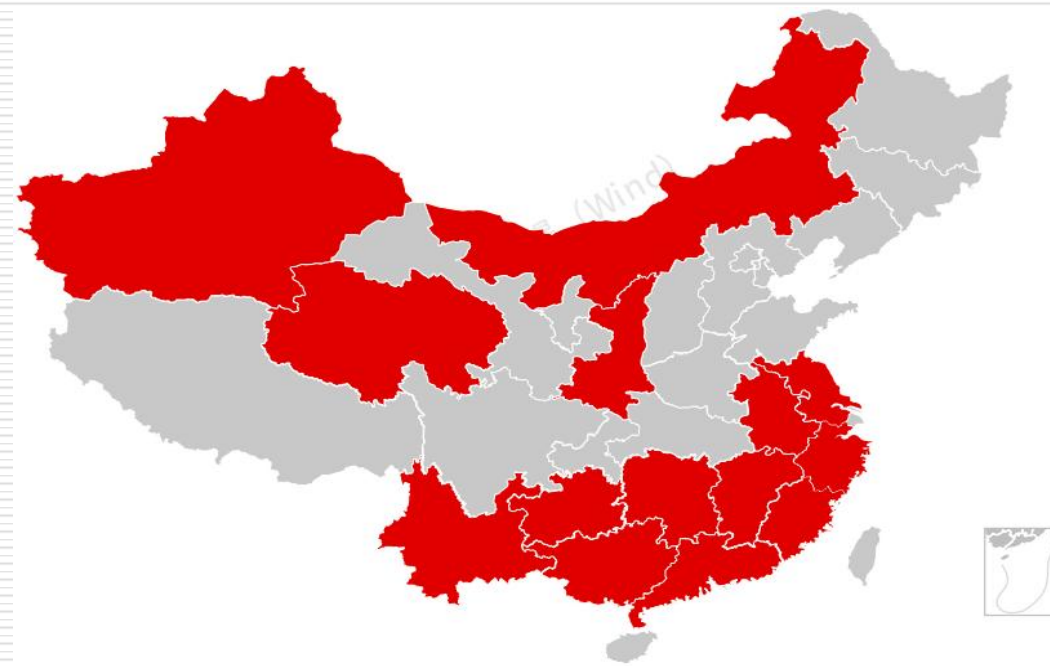
4.4 商品市场 >> 我们正处于几十年一次的能源危机之中，12月“电荒”更严重

第二产业用电量（亿千瓦时）



滞胀

全国出台限电政策省份



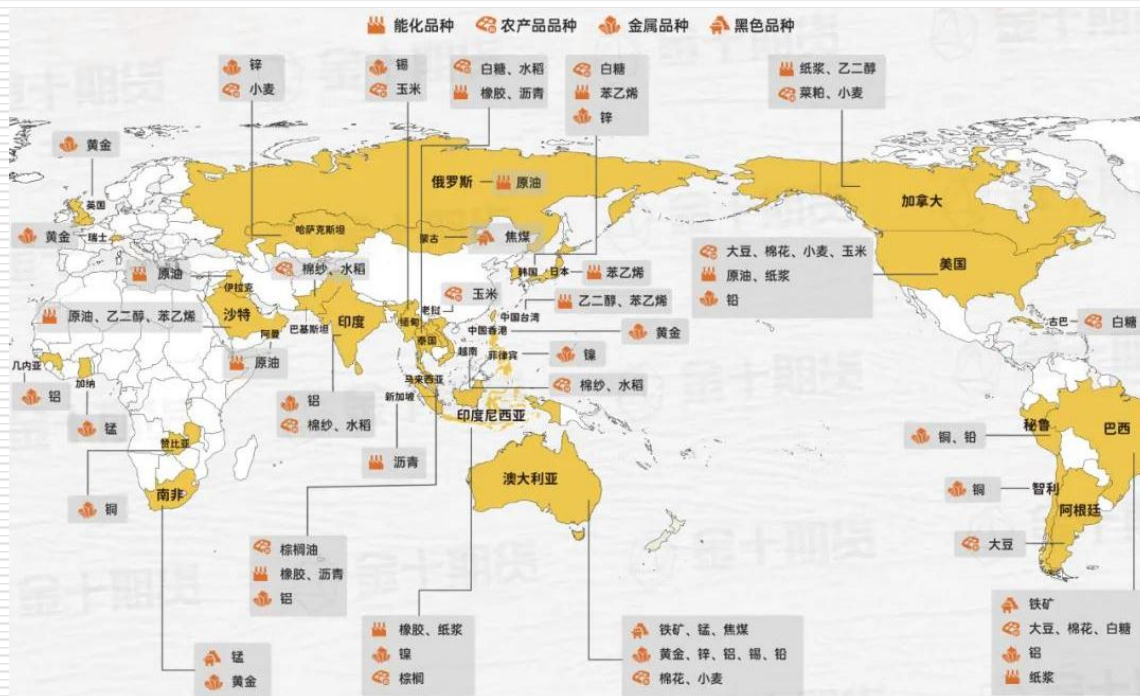
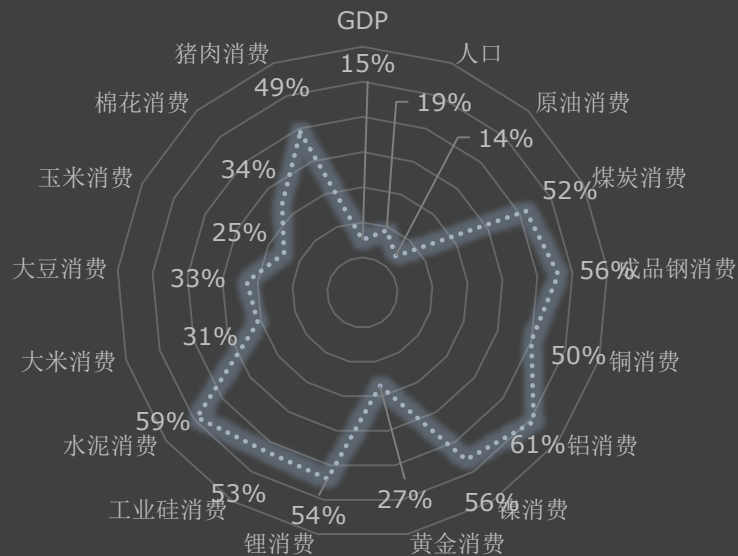
数据来源：国家能源局、长江证券

数据来源：wind，厚方投资

- ✓ 夏季和冬季是用电的两个高峰，第二产业用电大约70%。（冬季取暖供热计入二产用电）
- ✓ 9、10月属于用电低谷，当前的煤炭供应已经出现不足，11月开始需求端会逐步上升，**12月能源危机可能难以解决**

4.5 商品市场 >> 每轮通胀会压缩中下游制造业利润，限电客观上加速通胀向下游传导

中国主要商品消费占全球比重



各品种对外依存度

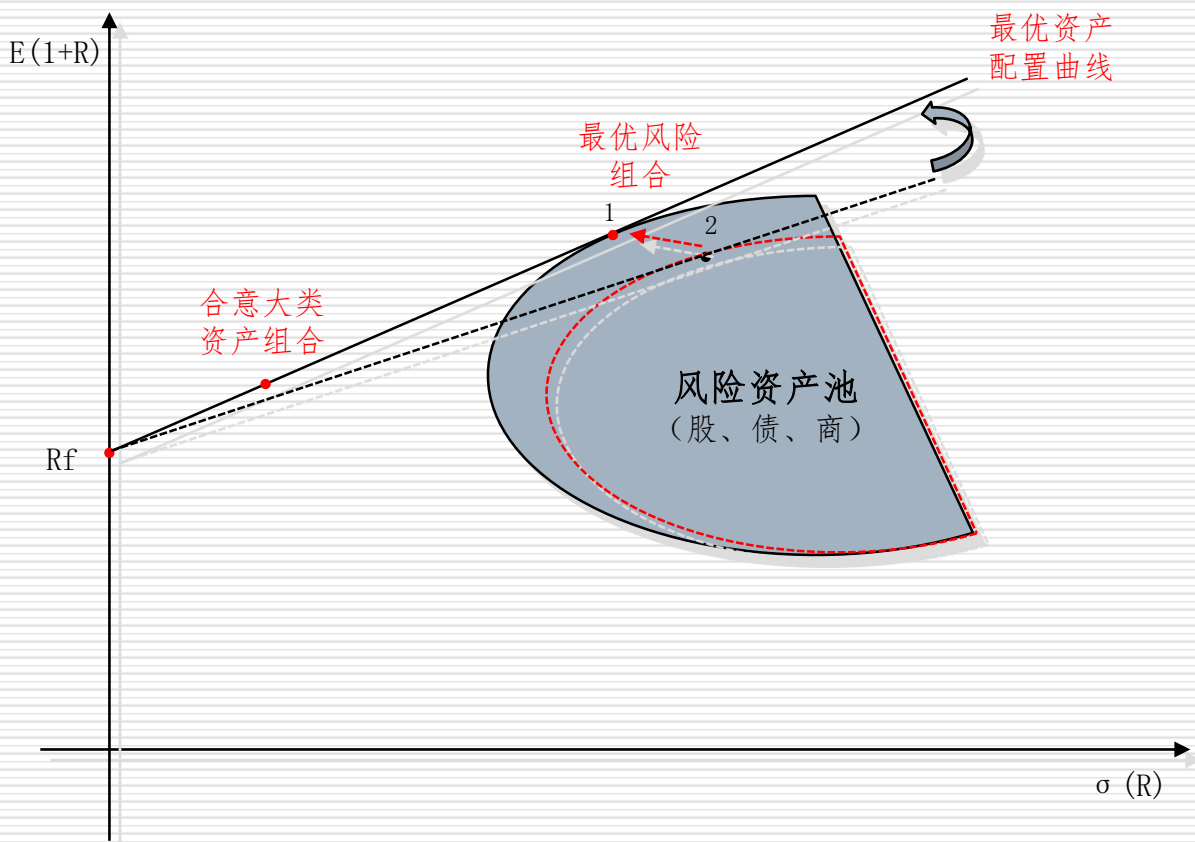


数据来源：金十数据

数据来源：厚方投资

- ✓ 多种大宗商品中国消费占比过半，但大量矿产被海外控制。
- ✓ 限电是我国主动能源转型但新能源未跟上的结果，客观上也缓解了制造业利润被压缩，代价是将通胀向下游传导。

4.6 商品市场 >> 滞胀期最优选择是商品和现金



数据来源：厚方投资

✓ 美林时钟是表征资产轮动的模型之一：

I 衰退：债券>现金>股票>大宗商品

II 复苏：股票>大宗商品>债券>现金

III 过热：大宗商品>股票>现金/债券

IV 滞胀：现金、大宗商品>债券>股票

✓ 商品的存在，使得滞胀期最优风险组合在不增加风险的前提下拓宽期望收益（2→1）。滞胀阶段债券利率受制于通胀上行，传统制造业受制于成本无法传导同时下游需求下行。

✓ 供给和成本推进的滞胀货币政策无效，滞胀前期商品最优，末期现金最优。

✓ 商品内部而言，能源商品（煤炭、天然气）+新能源商品（锂）+限电限产商品（铝、化工、纯碱）

✓ 股市局部机会，采矿业、电力行业。



中国期货业协会
China Futures Association

谢谢观看！



广东厚方投资管理有限公司
Guangdong Hedge Fund Investment Management Co., Ltd

本课件观点仅供参考