

## 分析师

王涵 S0190512020001  
贾潇君 S0190512070005  
王轶君 S0190513070008  
段超 S0190516070004  
卓泓 S0190519070002

## 团队成员

王涵、王轶君、段超、贾潇君、王连庆、卢燕津、卓泓、王笑笑、陈嘉媛

## 相关报告

20200309

美股：树倒猢猻散？——资产表现那点事儿第二十五期

20191231

2019年：“经济冷，资产热”——资产表现那点事儿第二十四期

20191004

当逆周期调节遇上结构性通胀——兴业证券宏观大类资产配置手册·第十二期

资产表现那点事儿系列报告是兴证宏观大类资产配置报告中的子系列。我们跟踪国内外的大类资产，挑选出过去一段时间值得关注的资产表现，并对其体现的逻辑进行梳理，希望对投资者了解国内外市场近期热点有一定的借鉴意义。

## 联储救了谁？

——资产表现那点事儿 第二十六期

2020年5月29日

- **联储释放“火箭筒”成为本轮美股反弹的拐点。**3月23日是本轮金融市场止跌反弹的拐点。当日，联储使用各种工具着力解决流动性传导的“痛点”，也有效提振了市场信心，风险偏好明显回升（详见《联储终于拿出我们所说的“火箭筒”，美股见底了吗？》）。各类资产反弹大多呈现“跌多涨多”，“跌少涨少”的特征——前期跌幅较大的美股涨幅领先，而较为“抗跌”的A股本轮补涨相对有限。
- **美国市场拐点已现，但修复之路漫漫。**
  - **美股补涨领先，但尚未完全收复失地。**美股反弹至今仍未回到2月21日大跌前的水平，且美股波动率仍显著高于此轮大跌前的水平。波动率回落偏缓的走势，呈现与08年金融危机后相似的特征。暴跌过后，当前投资者加杠杆意愿仍然不高。
  - **美国信用市场解冻，但仍有风险。**联储入市后高收益债市场发行明显回暖，但企业信用资质仍在快速恶化，且美国银行大幅提高了工商业企业贷款标准，变相收紧了工商业信贷的额度。
- **本轮美股反弹存在明显分化：**
  - **持续偏好成长股。**成长股相对价值股呈现跌少涨多的特征，标普500成长/价值已经超过2001年IT泡沫时的高点。
  - **进一步向科技巨头集中。**科技5巨头（微软+亚马逊+脸书+苹果+谷歌）的股价已经回到前期高点，而扣除5巨头后，标普500则离前期高点有较大距离。
- **不只是美股，在行业偏好上，全球具有较高的一致性。**
  - **当前，全球均偏好成长，金融表现最弱。**不论是美日欧等主要发达经济体，还是亚洲和拉美新兴市场，股市分行业表现上较为相似——都呈现更偏好成长的特征，具体来看：健康护理>TMT>消费>周期品>金融。
  - **但2009年全球不同区域在行业偏好上具有较大的差别。**比如，信息技术的反弹主要集中在美国和新兴亚洲，金融的下跌主要是发达国家，新兴市场金融板块整体反弹幅度不弱。受益于新兴市场需求的释放，周期品中的材料、能源均表现不弱。

**风险提示：经济金融问题向地缘政治方面演化。**



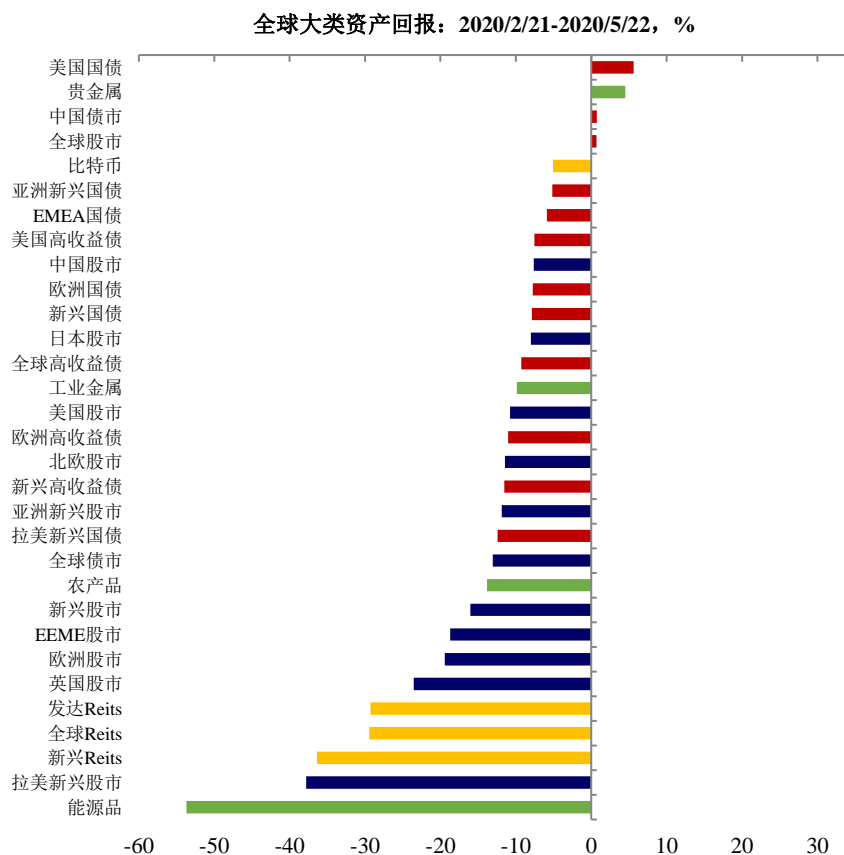
图表 1: 全球大类资产回报: 多数未完全收复 2 月 21 日以来的“失地”

尽管 3 月末起风险资产价格逐渐修复, 大多数资产仍然未收复“失地”, 自 2 月 21 日疫情全球蔓延至今, 资产价格呈现如下特征:

1) 整体来看, 国债、贵金属等避险资产好于高收益债、股票和商品等风险资产;

2) 分区域看: 由于发达经济体的避险性能较高, 债券、股票整体呈现发达>新兴;

3) 中国资产表现靠前: A 股领跑全球股市, 中国债券表现也仅次于美国国债。



注 1: 股市均为 MSCI 总回报指数, 债券均为 Bloomberg Barclays 债券指数, 商品为标普高盛总回报指数, 均为以美元计。

注 2: EMEA 指欧洲新兴与中东地区, EMEA 指欧洲、中东、非洲。

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

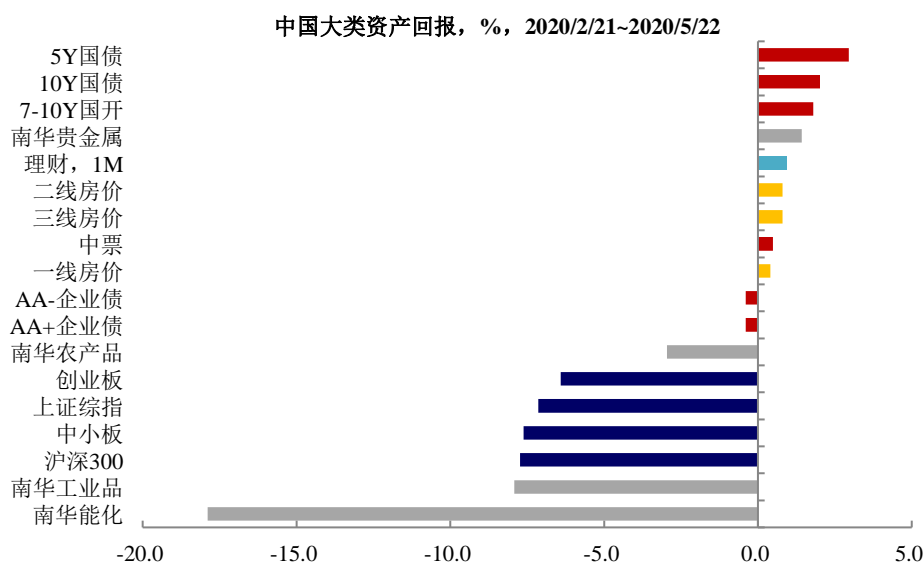
图表 2: 2020 年 2 月 21 日迄今, 中国大类资产回报也是避险属性为主

2 月 21 日以来, 中国境内资产表现与全球类似:

1) 3 月末以来股市的反弹尚未收复前期“失地”。

2) 跨资产比较来看, 区间内国债、贵金属好于信用债、股票、工业品等资产。

3) 创业板下跌幅度小于沪深 300。



注: 上图中债券使用中债全价指数, 理财使用 1M 的理财产品。

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

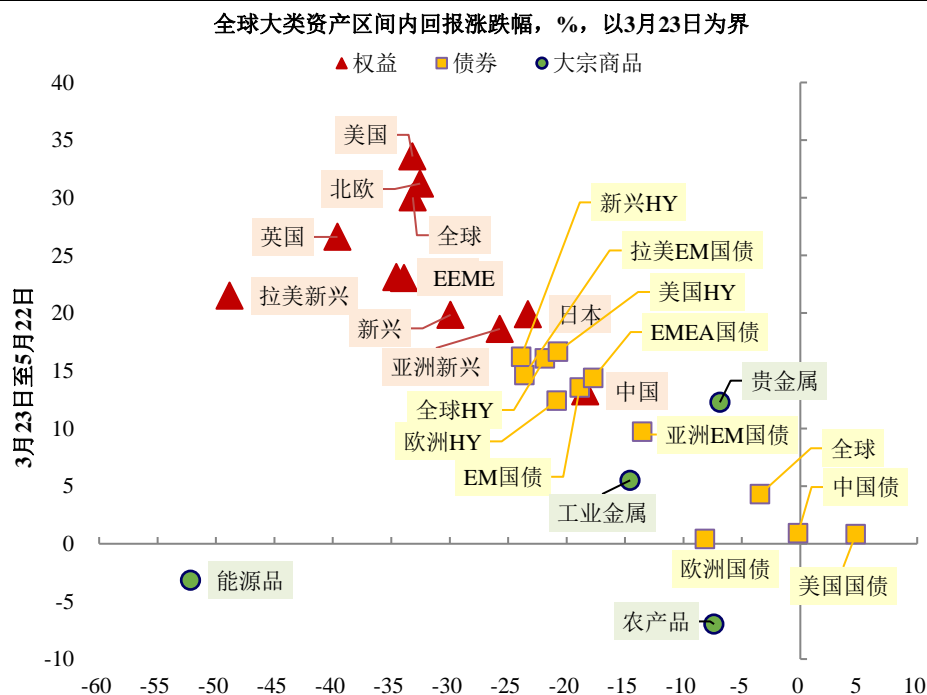
图表 3: 2020 年 3 月 23 日迄今, 全球资产走势呈现明显反转

3 月 23 日为全球大部分资产的分水岭:

1) 股票: 前期跌幅较大的美股本轮涨幅领先, 前期较为“抗跌”的 A 股本轮补涨相对有限;

2) 债券: 相对于利率债, 信用债前期跌幅较大, 反弹也较为明显;

3) 商品: 贵金属已经收复“失地”, 能源品和农产品整体仍下跌。



2020年2月21日至3月23日

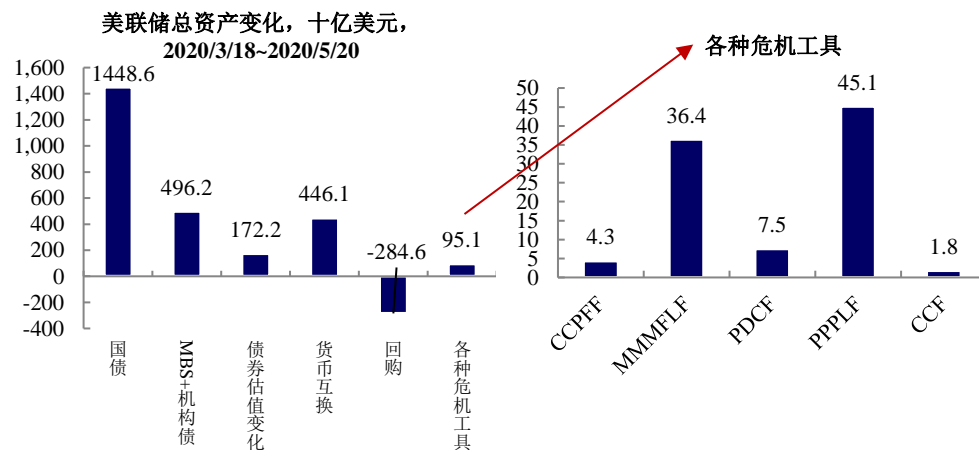
注 1: 股市均为 MSCI 总回报指数, 债券均为 Bloomberg Barclays 债券指数, 商品为标普高盛总回报指数, 均为以美元计。

注 2: EMME 指欧洲新兴与中东地区, EMEA 指欧洲、中东、非洲。

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 3 月 23 日, 联储出台广泛政策应对危机, 直接入市解决流动性症结

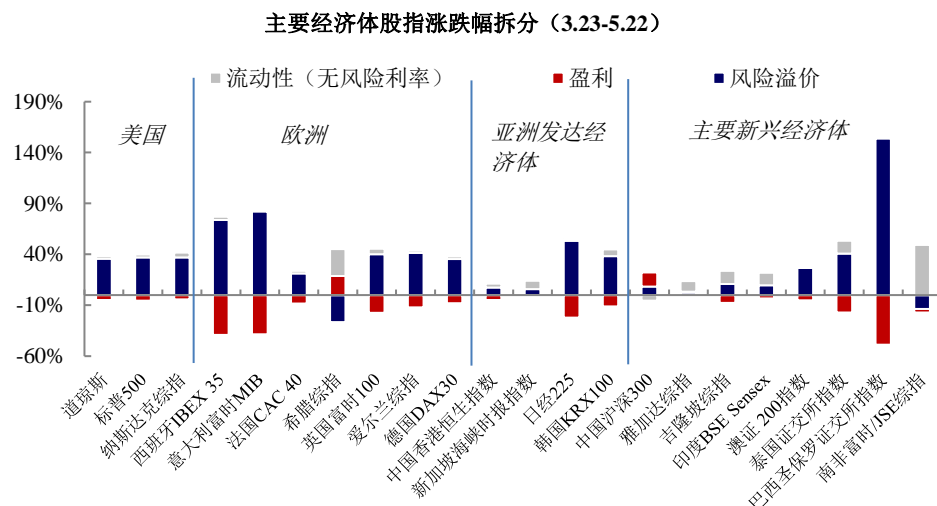
3 月 23 日美联储宣布一系列新措施, 不仅提供总量流动性, 也逐渐解决结构性流动性紧张的难题, 直接入市购买信用债, 缓解信用市场压力, 稳定住资产价格, 是导致此轮资产价格反弹的重要因素。



数据来源: 美联储, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5: 主要经济体股市除了受益于流动性宽松, 也有风险偏好回升的影响

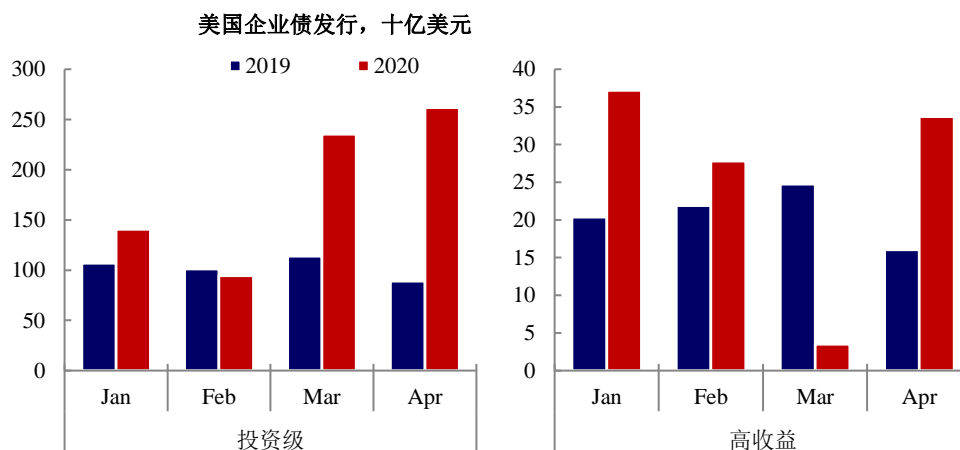
从主要经济体股市涨幅拆分来看, 除了直接受益于流动性宽松之外, 联储动用危机工具箱解决“病灶”的做法, 稳定住市场情绪, 风险偏好出现明显改善。



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6: 随着联储解决信用市场流动性问题, 美国企业债融资逐步恢复

联储政策落地后, 市场的流动性问题得到了明显的改善, 3月高收益债发行的问题在4月得以解决。



数据来源: SIFMA, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7: 美股此轮反弹具有偏好成长、向头部集中等特征

美股此轮反弹的特征:

- 1) 偏好成长股, 此轮反弹中成长股整体大幅跑赢价值股;
- 2) 资金明显向科技股的头部集中, 科技5巨头已经超过前期高点, 而扣除5巨头来看, 则离前期顶部仍有不小距离。



注: 成长和价值并不以市值来区分, 成长股根据收入增速、PE和动量三个因子来划分。

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8：不只是美国，在行业偏好上，全球具有较高的一致性

MSCI 分行业涨跌幅，2020/1/1~2020/5/26

从 MSCI 各区域分行业涨跌幅来看，全球各区域对行业的偏好较为一致，新兴市场 and 发达国家的市场均呈现出：健康护理>TMT>消费>周期品>金融。

健康护理有疫情影响的因素，如果扣除这一影响，则市场对新兴产业的偏好整体大于传统产业。

	健康护理	信息技术	通信	必需消费	可选消费	公用事业	材料	工业	能源	金融
全球	-0	2	-4	-11	-7	-14	-16	-20	-36	-31
美国	-1	5	-1	-9	2	-13	-14	-20	-37	-29
日本	2	-9	-4	-8	-15	-9	-17	-15	-24	-25
欧元区	0	-4	-16	-16	-19	-9	-19	-24	-32	-37
北欧	19	4	-17	-4	-24	-3	-9	-11	-14	-18
新兴市场	6	-12	-1	-15	-11	-22	-20	-22	-30	-31
新兴亚洲	11	-12	2	-6	-10	-17	-18	-18	-24	-26
新兴拉美	-37	-10	-27	-33	-36	-35	-31	-43	-51	-48
EEMEA	-18	N/A	-15	-20	-7	-18	-17	-23	-29	-35

注：EEMEA 为欧洲、中东和非洲的新兴市场

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9：但是，2008 年金融危机后，各区域行业表现差异较大

和 2008-09 年比非常不一样，2008-09 年的市场来看：

1) 新兴市场整体表现优于发达国家；

2) 尽管整体来看，信息技术表现最好，但各区域行业表现差异仍然较大。信息技术的反弹主要集中在美国和新兴亚洲，金融的下跌主要是发达国家，新兴市场整体反弹幅度不弱。

3) 受益于新兴市场需求释放，周期品中的材料、能源均表现不弱。

MSCI 分行业涨跌幅，2008/9/15~2009/12/31

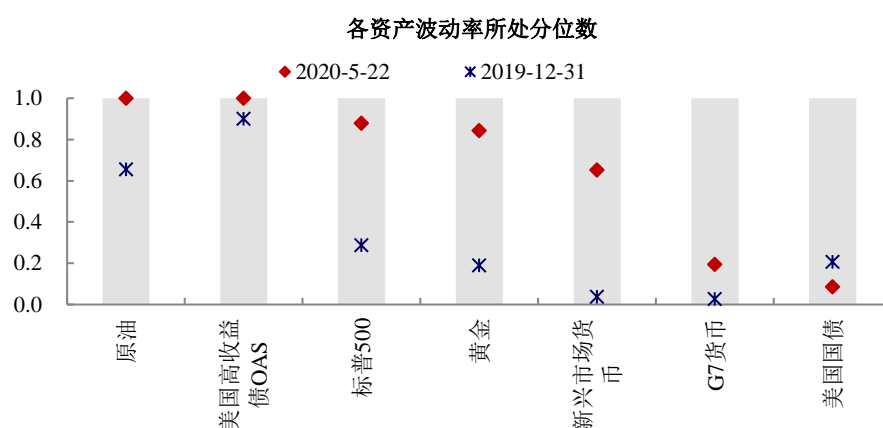
	信息技术	材料	可选消费	必需消费	健康护理	通信	能源	工业	公共事业	金融
全球	11	6	1	0	0	-2	-3	-9	-9	-13
美国	15	-12	-2	-7	-1	-6	-10	-16	-12	-23
日本	-19	-14	-17	-25	-23	-15	-27	-16	-18	-44
欧元区	-24	-7	-8	9	1	3	0	-4	-12	-18
北欧	-31	-9	17	-2	19	7	-6	-5	-19	-4
新兴市场	39	27	41	29	22	-1	10	4	19	23
新兴亚洲	41	42	53	26	6	-6	21	8	18	21
新兴拉美	5	27	17	32	N/A	13	28	4	32	39
EEMEA	21	9	33	34	23	-6	-10	-12	-10	18

注：EEMEA 为欧洲、中东和非洲的新兴市场

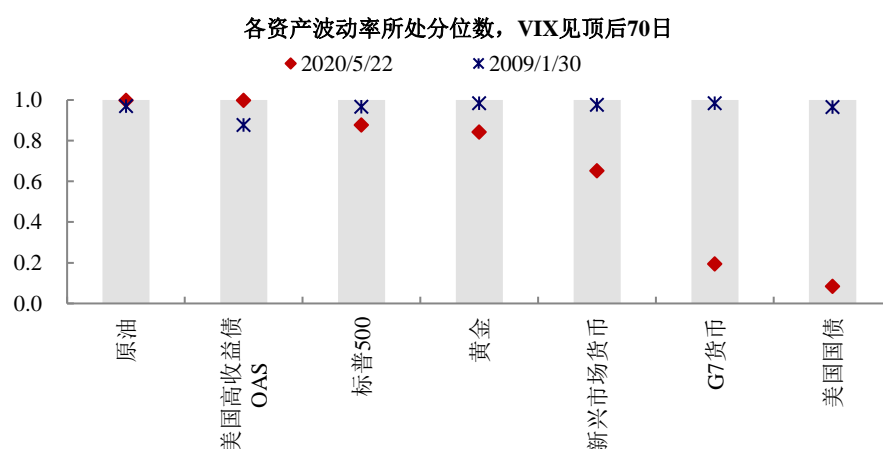
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10: 美股波动率仍在相对高位, 远未回到大跌前的水平

大部分资产的波动率和 2019 年底比较仍然处于高位, 但是发达国家货币和国债的波动率明显修复, 或是由于美债市场直接受益于联储宽松政策的原因。



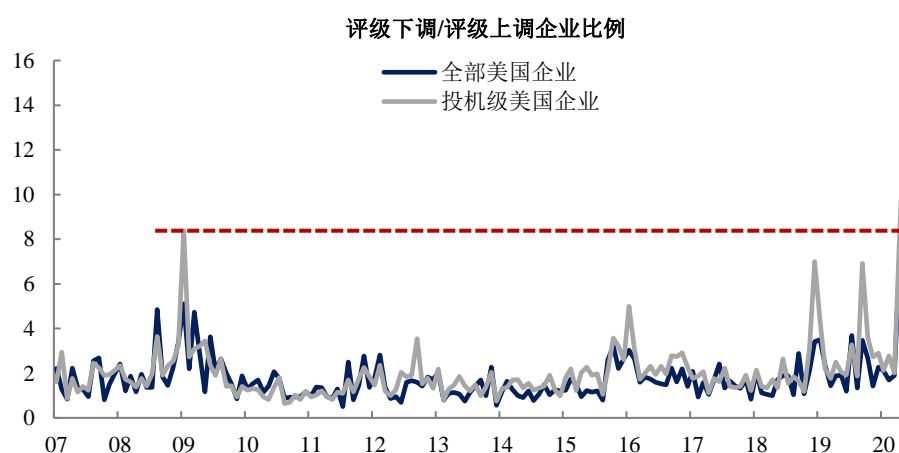
和 2009 年危机后波动率的情况比较来看, 此次美股波动率下降缓慢的情况似乎符合危机后的特征。



注: 1) 标普 500、美国国债分别使用 VIX、MOVE 指数, 其余为价格指数的 90 天波动率; 2) VIX 见顶后 70 日, 是按照 2020 年 5 月 22 日相对 2020 年 3 月 17 日的时间选取的日期长度。  
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11: 从信用市场来看, 目前美国评级下调的企业仍然较多

尽管信用市场流动性改善, 高收益债发行回暖, 但截至 5 月底的数据来看, 信用评价恶化的企业仍然大幅高于评级上调的企业。



注: 评级数据采用标普长期发行人评级  
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理



图表 12: 调查显示美国银行大幅提高工商业贷款的标准

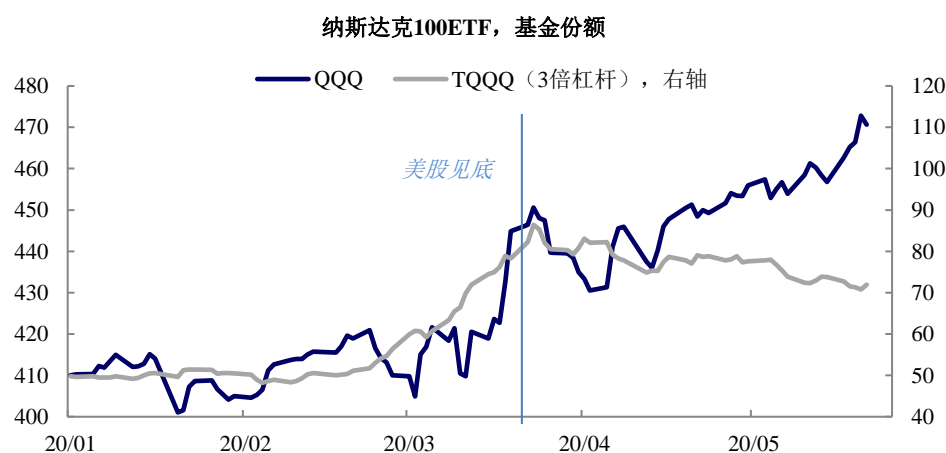
危机阶段，美国银行出于自身盈利考虑，提高了工商业贷款的标准，等于收紧了对工商业企业的贷款额度。



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13: 从纳斯达克 100 的两只代表性 ETF 来看，投资者加杠杆的意愿不高

低杠杆的 ETF 产品的份额回升明显高于高杠杆的产品，投资者加杠杆的意愿不高。

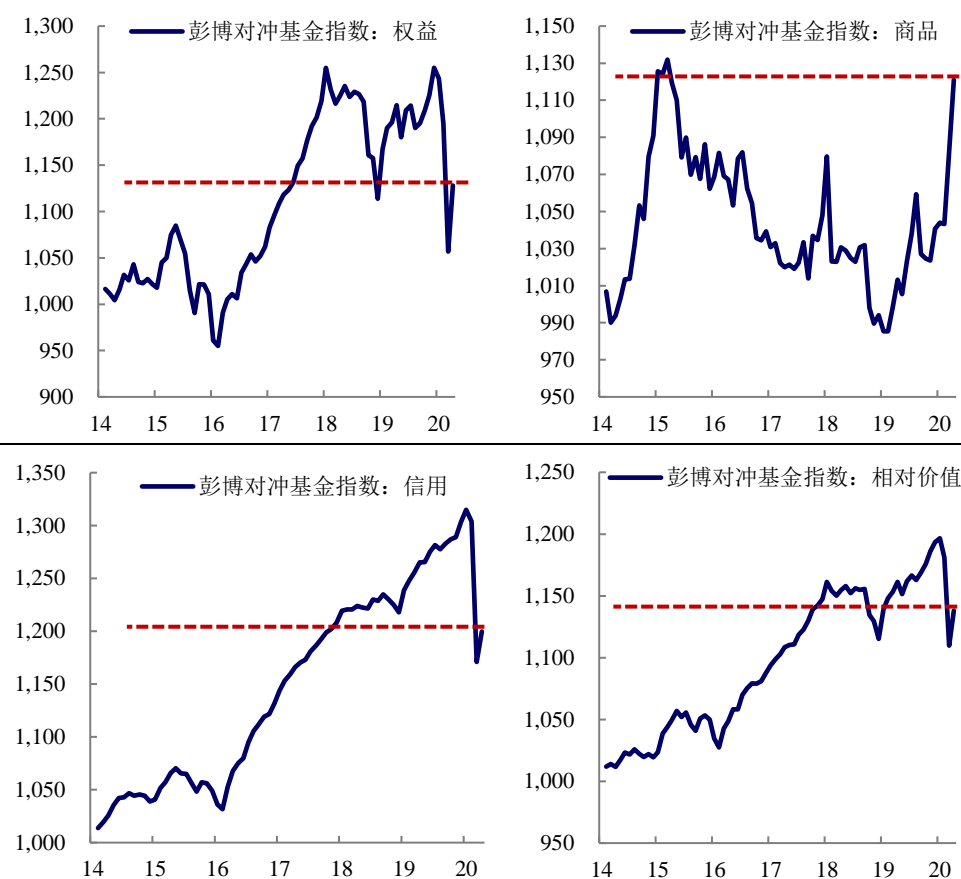


数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 14：权益类对冲基金尚未收复失地，商品类对冲基金收益明显**

截至 4 月底，相较于美国股指的大幅反弹，权益类和信用类对冲基金的反弹幅度相对偏低，离下跌前的高点仍有明显距离。

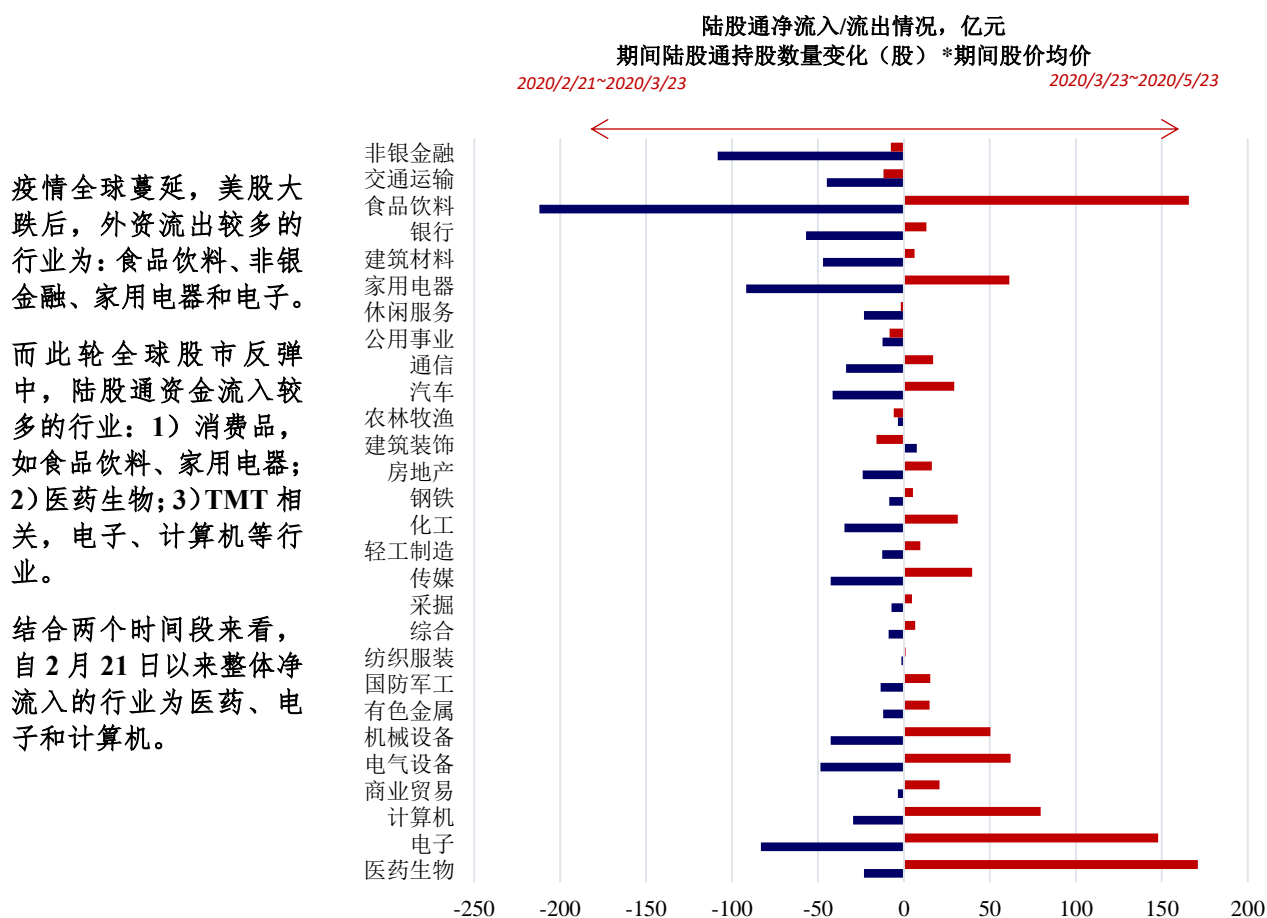
而商品类对冲基金在 3、4 月份取得了显著的收益，或与黄金的上涨和做空原油相关。



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

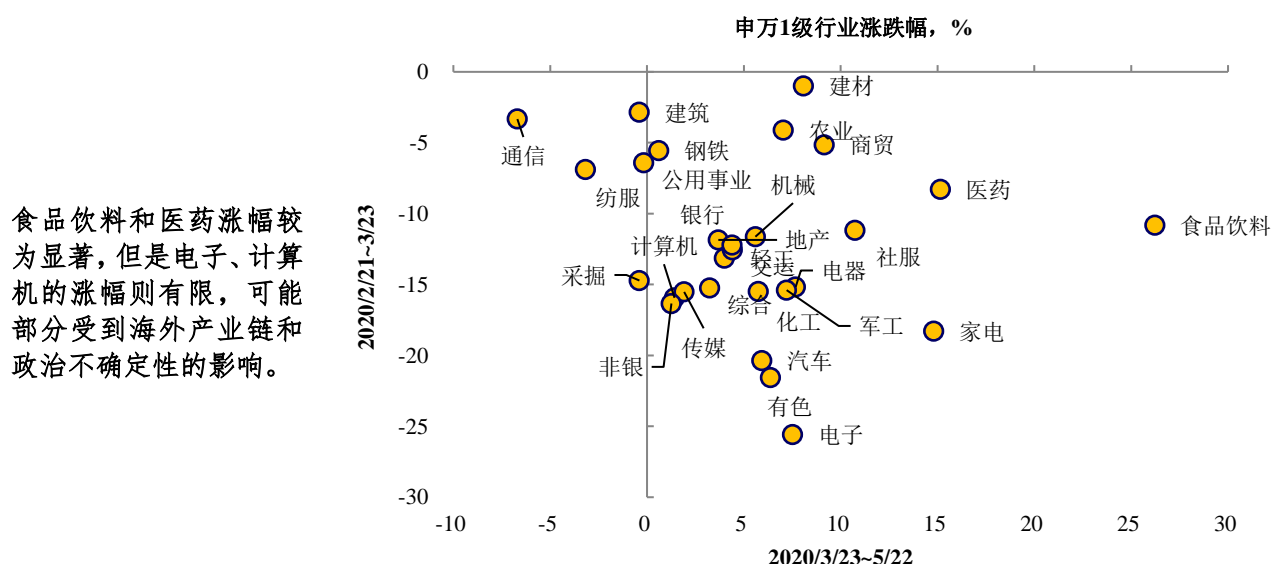


图表 15: 从陆股通资金净流入来看, 外资最偏好食品饮料、医药生物和电子



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16: 结合涨跌幅来看, 外资净流入和涨跌幅并不呈现一一对应的关系



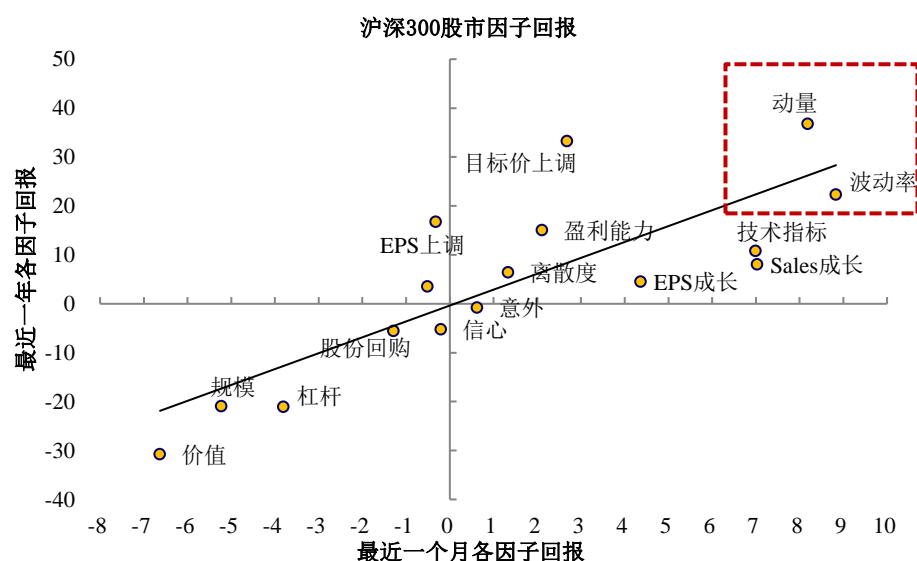
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17: 沪深 300 的 4-5 月反弹又回到了去年风格: 做多趋势, 做多波动率

从最近一个月的反弹结构来看, 沪深 300 的反弹回到了与去年相似的风格:

1) 做多趋势, 做多波动率的市场因子取得了显著回报。

2) 同时, 规模因子、价值因子的收益显著为负。



注: 数据截至 2020 年 5 月 25 日

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示: 经济金融问题向地缘政治方面演化。**

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn