

三季度的主要交易逻辑

证券研究报告

2022 年 07 月 18 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-价值和成长短期盈亏比进一步拉开-7 月第 3 周资产配置报告》2022-07-15
- 2 《宏观报告：3 季度稳增长可能会超预期》2022-07-12
- 3 《宏观报告：别恐慌！这次可能只是浅衰退！-别恐慌！这次可能只是浅衰退！》2022-07-11

三季度国内市场最重要的变化是——政策由守转攻，重心全面转向经济尽快重回正常轨道。在财政、防疫、地产政策出现积极变化的背景下，我们认为 3 季度经济复苏强于预期，斜率有望大幅修复，叠加去年同比低基数，预计 3 季度实际 GDP 增速从 2 季度的 0 左右快速反弹至 4.5-5.0%。3 季度的经济和政策环境，对债券市场而言整体偏逆风，期限结构将从牛陡转向熊平；但对股票而言依然友善。

三季度美国市场最重要的边际变化是联储紧缩节奏放缓。目前美债的短端对加息预期定价充分，曲线形态也计入了一定的衰退预期，3 季度美国衰退预期上升和加息预期放缓，美债利率曲线将平坦回落。

当前美股已经经历了估值压缩的第一阶段，正处于业绩主跌的第二阶段。这一次业绩深度衰退的可能性较小，市场情绪或先于业绩增速见底。联储态度转变和业绩下跌的二阶导可能是美股情绪底的必要条件，美债利率回落和业绩下跌的情绪底出现之后，美股估值修复的第三阶段就会开启。根据经验，在市场底右侧的情绪修复阶段，以 NASDAQ 为代表的成长股大概率会率先反弹。

风险提示：新冠病毒致死率上升；出口回落速度超预期；美联储货币政策超预期

国内

二季度中国市场完美演绎了经济低于预期，货币加大放松的交易逻辑。（4月15日《二季度的主要交易逻辑》：二季度国内市场的核心矛盾是强政策预期和弱经济现实之间的博弈）

三季度国内市场最重要的变化是——政策由守转攻，重心全面转向经济尽快重回正常轨道。

稳增长政策进入真正的发力提效期。随着二季度减税降费、社保缓交等一系列三保政策落地生效，经济内生恢复的火种得以保留，扭转了失业率上升的趋势，政策“由守转攻”的条件逐渐成熟，稳增长政策开始真正发力。（详见《3季度稳增长可能会超预期》）

基建方面，6月29日国常会决定筹资3000亿元用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金，并在6月初已经决定由政策性金融机构增加8000亿元基建信贷，另外2022年专项债3.65万亿将在8月底之前使用完毕。从和基建投资相关的挖掘机国内销量、石油沥青开工率、水泥库容比等上游行业高频数据上看，基建施工提速的迹象已经出现。

消费方面，疫情防控的二阶导已经出现。6月底第九版《新型冠状病毒肺炎防控方案》调整了风险人员的隔离管理期限和风险区划定标准等相关要求，7月以来线下消费和出行高频数据持续改善，疫情防控对消费的影响正在下降。汽车家电分别出台消费刺激政策，另外北京、湖北、云南、贵州、福建等多地也出台了促进线下消费复苏的政策。

同时，房地产市场初步企稳。随着疫情影响明显走弱以及各地纷纷出台地产放松政策，5月以来房地产销售逐步企稳，6月30大中城市商品房成交面积一度回升至60万平方米以上水平，7月房地产销售在前期积累的需求快速释放后有所降温，但随着政策持续发力，销售中枢仍然继续缓慢改善。

在财政、防疫、地产政策出现积极变化的背景下，我们认为3季度经济复苏强于预期，斜率有望大幅修复，叠加去年同比低基数，预计3季度实际GDP增速从2季度的0左右快速反弹至4.5-5.0%。

随着经济修复，货币逐步回归中性的方向是相对确定的，但是疫后经济复苏面临的挑战性和经济尽快回归正常轨道的必要性，都大于2020年，因此我们认为流动性环境不会像2020年2季度一样骤然收紧，资金面价格大概率从极度宽松逐渐回归到中性偏松水平。

我们认为，3季度的经济和政策环境，对债券市场而言整体偏逆风，期限结构将从牛陡转向熊平；但对股票而言依然友善。

成长股的平均交易拥挤度已经升至中位数以上，情绪主导的超跌反弹阶段基本结束，进入由景气度驱动的轮动阶段，特别是新基建领域支持政策对相关成长行业有利，缓慢上升但仍低于中性水平的流动性溢价暂时不影响成长股的反转趋势。

价值股的基本面有望在三季度加速改善，与价值股相关的政策交易（稳增长）、困境反转交易（供给限制和疫情限制）和复苏交易（需求改善）对应链条上的行业均有确定性机会，但持续性不一。过去两个月，价值股反弹低于成长股，风险溢价和交易拥挤度都处在有吸引力的区间，因此3季度可能出现基本面超预期驱动的补涨。

美国

二季度美股完美演绎了戴维斯双杀。（4月15日《二季度的主要交易逻辑》：二季度美国市场的核心矛盾是分母和分子的风险可能同时出现，陷入联储紧缩压制通胀和经济显现衰退迹象的两难，因此美股比A股的压力更大）

三季度美国市场最重要的边际变化是联储紧缩节奏放缓。

联储紧缩节奏取决于两方面，一方面是通胀带来的政治压力，另一方面是经济衰退压力。

随着中期选举的时间临近和核心通胀同比方向性回落，通胀带来的政治压力有望在3

季度接近尾声。同时，6 月美国经济数据进一步提前了衰退预期的时点，预计美国经济最快在今年年底就将出现衰退。（详见《美国经济衰退的可能性在增大》）因此加息节奏有望在 3 季度末（9 月议息会议）开始放缓，在年底（12 月）停止。（详见《加息预期或已过了最鹰的时候》）

目前美债的短端对加息预期定价充分，曲线形态也计入了一定的衰退预期，3 季度美国衰退预期上升和加息预期大概率放缓，美债利率曲线将平坦回落。

当前美股已经经历了估值压缩的第一阶段，正处于业绩主跌的第二阶段。这一次业绩深度衰退的可能性较小，市场情绪或先于业绩增速见底。联储态度转变和业绩下跌的二阶导可能是美股情绪底的必要条件，美债利率回落和业绩下跌的情绪底出现之后，美股估值修复的第三阶段就会开启。根据经验，在市场底右侧的情绪修复阶段，以 NASDAQ 为代表的成长股大概率会率先反弹。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44128

