



宏观专题

市场危中仍有机

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

投资要点:

- 自去年四季度设定年度经济增长目标以来,市场一直在讨论目标可能通过何种方式达成、各经济组成部分应该达到怎样的预期才能保证目标的完成度,因而对各方向的政策都抱有较高的预期。但今年2月以来俄乌冲突加剧、国内疫情反复,在进出口、投资、消费方面的负面影响加剧扩散,二季度经济增长面临疫后以来的最大冲击,政策框架也并未根据经济状况的变化出现明显调整,导致市场对于经济增长和政策调整的协同迟迟未能达成一致的预期。在四季度关口,我们预期中的欧洲衰退、美联储持续加息造成的海外市场动荡和更近期的美国衰退、俄乌冲突带来的能源供应变化正在逐步兑现,当前,市场主要关注的核心矛盾仍然集中在海外可能暂未发生的风险对国内的传导和国内各项事宜逐渐落地后对国内经济的预期上,近期市场的表现也在验证核心矛盾的预期变化。
- 7月至今,行业风格轮动尝试了几次切换,7月初仍然还是以新能源、军工、汽车为主的风格占优,8月随着拥挤度和估值逐渐达到历史极值分位,行业在寻找新的突破口,向不同方向进行轮换,TMT、周期资源、金融地产、消费都出现过短期的轮动。周期资源的轮动集中在8月中报开始集中披露的时期,以盈利、供给侧为逻辑共识逐渐表现的上游能源涨幅居前,而消费板块、金融地产板块则更多跟随外围政策预期变化扰动呈现涨跌规律的变化,如中秋期间对部分二级市场限购放松的变化等政策预期逐渐发生改变,即便在后期验证过程中不及预期,板块轮动持续的时间较短,仍然能说明市场对政策期待较高,与市场对于经济增长和海外衰退影响下经济信心仍然偏弱的局面的担忧相吻合。在预期产生变化时,板块波动较为剧烈。**值得注意的是,我们认为近期政策预期偏强,但实际由于过度期待经济政策和实际政策预期落地可能存在一定的偏差,在前期由于政策预期变化导致的板块轮动可能在近期或会后得到一定程度的修正。在预期差被修正的过程中,市场可能会遇到一定的波动,前期上涨的板块如果经历大幅的偏差修正,可能会对市场整体的情绪产生较大的冲击。**
- 尽管在4月以来的上涨中,部分行业估值扩散极化的风格一直在持续,但7月以来,市场指数的整体调整的程度已接近3月中旬的水平,大部分一级行业的估值也已经调整到相对合理的位置,风险的释放比3月中旬来得更为充分。我们在上一篇策略报告《风格切换的完成度》中所强调的两个主要逻辑——市场重视赔率大于胜率和供给侧的共识依然在凝聚依然没有发生变化,我们认为如果经济的预期差和明年政策框架的发生调整,在本次政策预期差的风险出清后,明年消费可能迎来较为重要的上行机会,四季度存在左侧择时消费的可能性。从资产配置角度来看,我们在之前的报告《黄金买点渐近》中提到,基于全球实际利率的框架,四季度在欧洲实质性衰退到来之时,会出现美元和黄金同涨的局面,目前仍然是左侧买入黄金的良好时机,由于汇率因素,人民币计价的金可能存在更高的盈利弹性。
- 风险提示:** 政策落地不及预期,海外超预期衰退,人民币汇率急贬

内容目录

1. 市场在担心什么?	4
1.1. 海外衰退带来的经济风险及资产价格风险	4
1.1.1. 衰退的悲观预期冲击出口	4
1.1.2. 资产价格风险	5
1.2. 拉动内需的经济增长始终缺锚	6
2. 市场变化体现的政策预期	7
2.1. 预期差落地时市场可能仍然有下行风险	7
2.2. 市场危中仍有机	8
3. 风险提示	8

图表目录

图 1: 各主要贸易伙伴出口金额占比	4
图 2: 2021 年主要贸易伙伴在我国出口占比	4
图 3: 韩国出口旬度指标趋势下行 (%)	5
图 4: 美国经济过热的事实仍然没有改变	5
图 5: 加息开启后美元快速升值	5
图 6: 2022 年初美国开始加息 (%)	5
图 7: 今年以来投资受地产拖累严重	6
图 8: 消费恢复仍然在趋势线以下	6
图 9: 信贷脉冲见拐点后未出现明显上行	6
图 10: 企业中长期贷款逐渐企稳 (亿元)	6
图 11: 一级行业估值分化程度大幅下降	8
图 12: 二级行业估值分化程度	8
表 1: 7 月至今行业轮动 (一级行业涨跌幅)	7

自去年四季度设定年度经济增长目标以来，市场一直在讨论目标可能通过何种方式达成、各经济组成部分应该达到怎样的预期才能保证目标的完成度，因而对各方向的政策都抱有较高的预期。但今年2月以来俄乌冲突加剧、国内疫情反复，在进出口、投资、消费方面的负面影响加剧扩散，二季度经济增长面临疫后以来的最大冲击，政策框架也并未根据经济状况的变化出现明显调整，导致市场对于经济增长和政策调整的协同迟迟未能达成一致的预期。在四季度关口，我们预期中的欧洲衰退、美联储持续加息造成的海外市场动荡和更远期的美国衰退、俄乌冲突带来的能源供应变化正在逐步兑现，当前，市场主要关注的核心矛盾仍然集中在海外可能暂未发生的风险对国内的传导和国内各项事宜逐渐落地后对国内经济的预期上，近期市场的表现也在验证核心矛盾的预期变化。

1. 市场在担心什么？

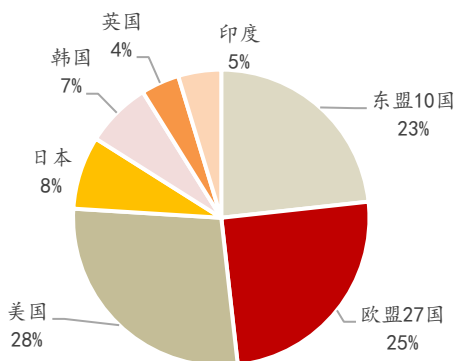
1.1. 海外衰退带来的经济风险及资产价格风险

1.1.1. 衰退的悲观预期冲击出口

海外衰退的传导途径主要是通过经常账户和金融账户两个角度，经常账户主要涉及进出口。从出口结构上来看，我们在《下半年出口怎么看？》中曾对主要贸易伙伴进行详细拆分，2021年美国、欧盟、东盟三大主要贸易伙伴约占我国出口金额的47%，其中消费品和资本品出口更依赖于美国需求，中间品出口受欧盟、东盟影响更大，因此，欧洲衰退的路径更大程度上将通过中间品需求影响国内出口，美国衰退的路径更多影响消费品和资本品出口。

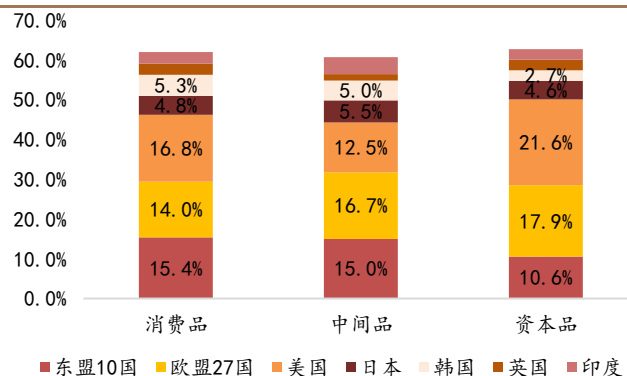
8月出口数据已经开始反映当前外需增速下行的事实，欧洲加息遏制总需求的收缩不可避免将带来经济的衰退，在9月的第二次加息可能将是海外衰退的第一站，欧洲贸易占比最大的中间品贸易可能会在欧洲出现衰退之际出现较大幅度的下滑，四季度可见的欧洲需求疲弱可能将继续影响其所占的出口份额，这是国内投资者目前最担心的出口失速下行的风险之一。从美国来看，我们多次强调，仍在高位的超储水平是当前美国经济、尤其是美国消费总体过热的底气，通胀下行缓慢的状态下，今年内至明年上半年我们并不认为美国的需求会出现显著下行，因此，外需在年内的最大不确定性实际上来自于欧洲而非美国。四季度欧洲是否发生实质性衰退和欧洲衰退的程度大概对应国内出口下行状况的预期可能存在一定的预期差。

图 1：各主要贸易伙伴出口金额占比



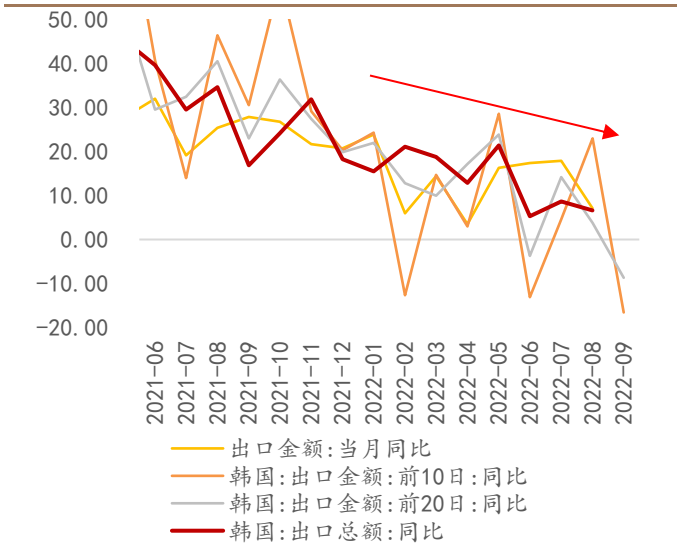
资料来源：wind，德邦研究所

图 2：2021 年主要贸易伙伴在我国出口占比



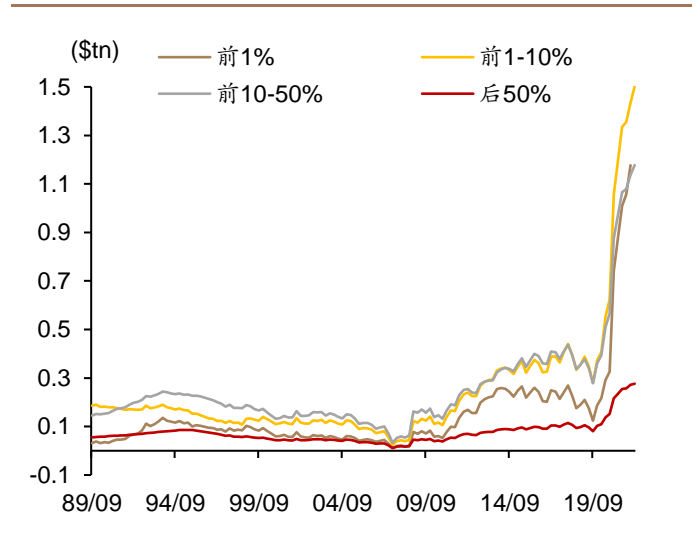
资料来源：wind，德邦研究所

图 3：韩国出口旬度指标趋势下行（%）



资料来源：wind，德邦研究所

图 4：美国经济过热的事实仍然没有改变

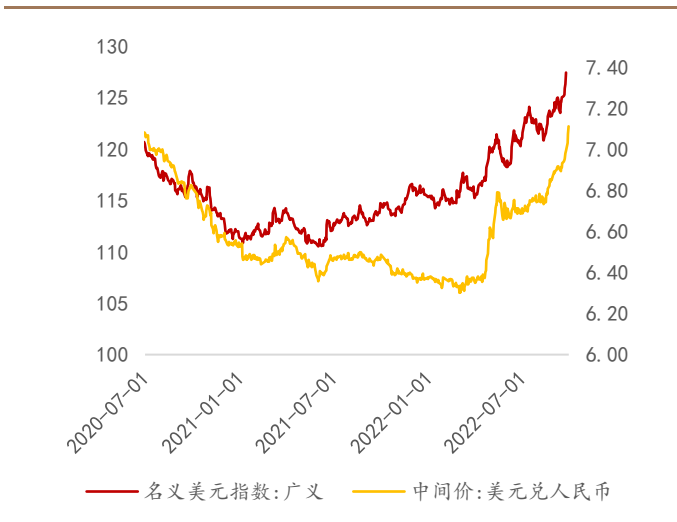


资料来源：Bloomberg，德邦研究所

1.1.2. 资产价格风险

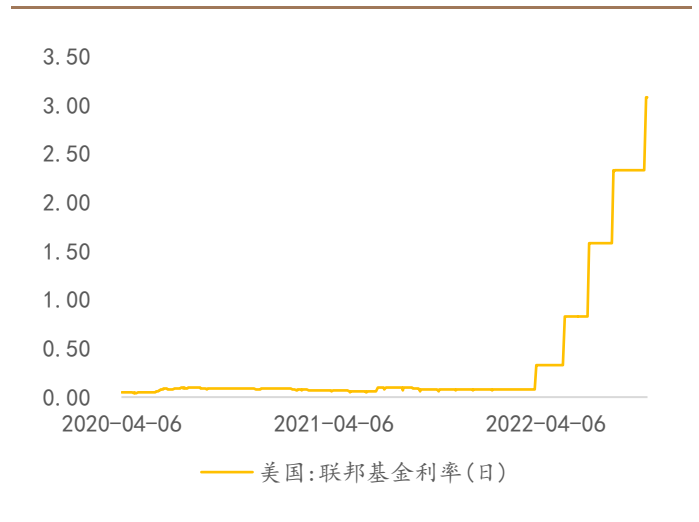
美国带动的全球各主要经济体的加息部分程度上抬升了全球各类资产的风险，美国的加息直接导致近期美元快速升值，影响人民币相对汇率。由于美元是国际上最主要的计价货币，是中国外汇储备最多的币种，因此美元汇率的变动对我国外汇储备的价值也产生直接影响。此外，利率传导渠道不仅可以通过汇率传导机制对中国的利率产生影响，还可以通过中美管理层之间同步的自主调控进行传导，因此利率和汇率的变化在一定程度上会导致市场对政策取向的预期变化，从而影响市场整体情绪。基于美元在国际金融市场中的重要地位，美国加息、衰退的预期影响全球市场的流动性，通过外资变化、尤其是风险溢价的渠道影响国内市场资金价格的变化，我们在之前的框架中也强调过美债对 A 股市场的影响主要是通过风险溢价渠道引发市场情绪和风格变化，因此，在加息预期尚未完全被市场消化之前，各类资产价格仍然有可能持续波动，对 A 股市场的预期存在一定的传导作用。

图 5：加息开启后美元快速升值



资料来源：wind，德邦研究所

图 6：2022 年初美国开始加息（%）

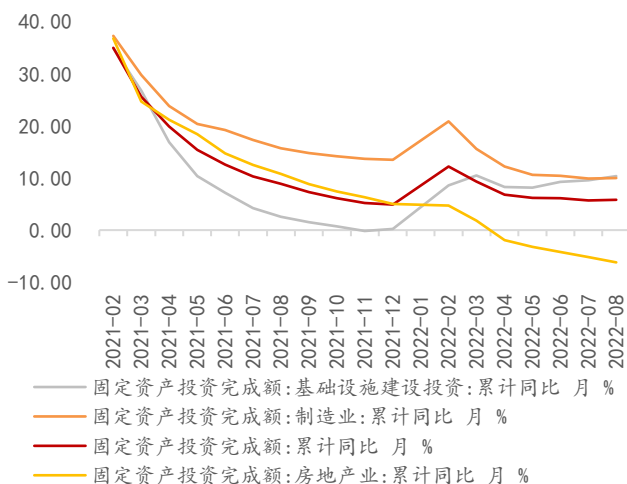


资料来源：wind，德邦研究所

1.2. 拉动内需的经济增长始终缺锚

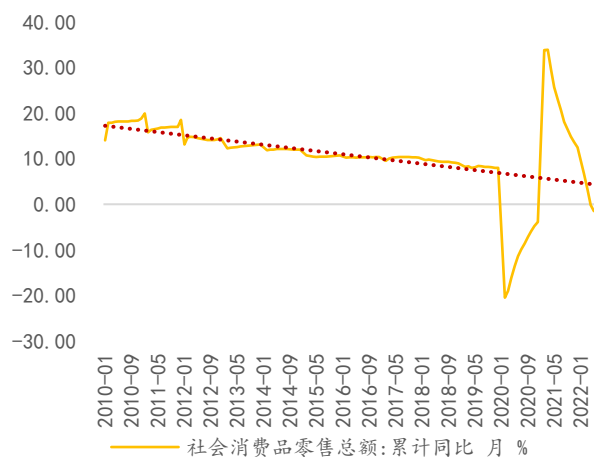
除了3月供应链扰动外，外需整体今年仍然保持了较高的增速，也是拉动今年GDP增长的重要环节之一。内需来看，疫情扰动下，消费难见起色，地产在三道红线的高压下也难以维持长久以往的快周转模式，开始了漫长的去杠杆下行寻底之路，基建投资自4月以来见底回升，制造业投资也相对增速较高，但面对地产投资下行的压力，传统的支柱产业所带动的经济体量难以完全被基建投资的增长所对冲，加之疫情冲击开工进程，今年以来投放的大量货币难以实现完全的宽信用，社融结构化的改善也并没有显现出持续性，微观数据的改善也迟迟不见好转，因此，市场始终对经济复苏持怀疑态度。

图7：今年以来投资受地产拖累严重



资料来源：wind，德邦研究所

图8：消费恢复仍然在趋势线以下

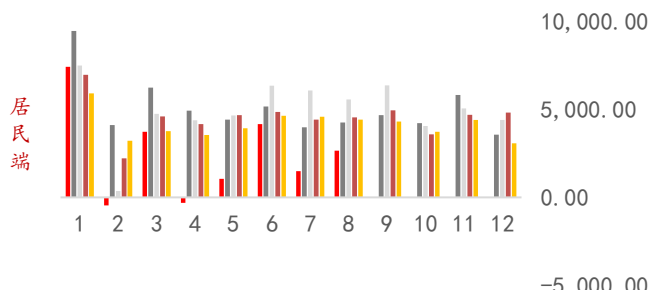


资料来源：wind，德邦研究所

图9：信贷脉冲见拐点后未出现明显上行



图10：新增企业中长期贷款显示信用扩张逐渐企稳（亿元）



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_46598

