

四季度的主要交易逻辑

证券研究报告

2022年11月04日

作者

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

林彦 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522100002
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-汽车和基建韧性几何？》2022-11-01
- 2 《宏观报告：大盘风格进入超配区间—10月资产配置报告》2022-10-27
- 3 《宏观报告：风险定价-中期选举可能是分水岭-10月第4周资产配置报告》2022-10-26

四季度，内滞外胀的定价逻辑可能出现反转。对内是分子端的机会，滞的压力减轻，分子端的机会可能偏向于结构性的产业政策。对外是分母端的机会，胀的政治压力减轻，加息开始放缓，美元流动性边际宽松，全球市场风险偏好开始回升。

从风格上看，A 股的成长风格将相对占优。产业政策集中发力，与安全、自主可控、技术创新相关度较高的新旧能源、半导体、军工、计算机、基础学科教育等行业可能会受到来自政策方面较大的支持。而 A 股的价值风格修复，需要等到疫情的影响逐渐消退。

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

今年以来全球市场的主要矛盾没有发生变化，依旧是滞和胀共存，滞和胀是供给不足、效率下降的硬币两面。

三年的抗疫过程中，中国选择了保生产稳就业的防御路线，带来的结果是“滞”的压力更大。因此，政策就要主动稳增长，放松货币和财政政策，刺激需求扩大生产，通过出口的方式将物价上涨转移到需求相对更旺盛的地方去。而美国为了保消费保选票选择了“大水漫灌”，直接的结果就是在供给溢价推高通胀的过程中火上浇油，胀的压力比中国要更严重。政策的重心也就落在了解决“胀”的问题上。具体的做法就是货币紧缩，维护美元的信用溢价，把之前加杠杆形成的债务压力转移到基本面更加脆弱的地方去。

国内稳增长的压力大于抗通胀，因此出路在解决经济增速问题，市场的主要矛盾也多围绕分子端展开；美国抗通胀的政治压力大于稳增长，因此不断收紧货币政策，市场的主要矛盾更多集中在分母端。

三季度中美市场强化了内滞外胀的主要矛盾。

国内财政政策由守转攻，稳增长政策开始发力落地见效，但疫情反复导致经济复苏的斜率低于预期，并加重了市场的悲观情绪，结果是三季度市场走势与经济基本面背离，交易行为与资金流向等市场面因素主导了市场定价。美联储的态度先松后紧，7月FOMC后市场快速定价衰退宽松的预期，但8月和9月联储再度转鹰，交易逻辑从衰退宽松转为过度紧缩，并严重冲击了全球风险偏好。

四季度的关键是内外均出现了重要的政治节点，在这些节点之后，将进入政策思路是否出现变化的关键验证期。

二十大闭幕标志着中国的新政治周期开启，政治的不确定性大大下降，月底G20将在印尼召开，各国首脑将就国际焦点问题进行讨论，重要外交关系存在缓和空间。再平衡疫情防控和经济社会发展的内在需要逐渐提升，主要矛盾将可能从偏滞转向偏胀。

而中期选举也是民主党政治周期的关键节点，目前通胀水平距离政策目标还有很远的距离，但加息对解决供给型通胀捉襟见肘，政策之后带来的经济压力却逐渐显现，10年-3个月美债利率倒挂，制造业PMI回归至荣枯线附近。货币政策存在目标转向的可能，主要矛盾将从偏胀转为偏滞。

四季度，内滞外胀的定价逻辑可能出现反转。对内是分子端的机会，滞的压力减轻，从二十大报告来看，对总量经济增速的诉求有所降低，增量政策主要集中在产业层面，分子端的机会可能偏向于结构性的产业政策。对外是分母端的机会，胀的政治压力减轻，加息开始放缓，美元流动性边际宽松，全球市场风险偏好开始回升。

从风格上看，A股的成长风格将相对占优。分母端，紧缩交易瓦解后，全球风险资产回暖，估值修复的势能较大。分子端，产业政策集中发力，与安全、自主可控、技术创新相关度较高的新旧能源、半导体、军工、计算机、基础学科教育等行业可能会受到来自政策方面较大的支持。而A股的价值风格修复，需要等到疫情的影响逐渐消退。

俄乌战争还是当前世界的最大隐患，将很大程度影响全球市场的风险偏好和盈利预期，如果冲突烈化进一步提升，市场很可能把避险的剧本再演一遍。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下

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_48248



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn