



2021 年 10 月 31 日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



国内经济结构分化加大，海外紧缩预期仍待扭转

内容提要

10 月资产表现：10 月全球权益市场多数上涨，主要发达国家股票指数纷纷回升，月内呈现先跌后涨的走势，分别受到紧缩主线和美欧后续加息节奏有望放缓的两阶段影响，德国 DAX 和标普 500 涨幅居前，月内涨幅接近 10%，海外股指 10 月，美国 12 月加息节奏放缓的预期下美股进入阶段性反弹。而国内三大股指和港股下跌压力较大，受到内外环境的双重扰动，海外紧缩主线仍在、国内经济复苏动能偏弱、疫情多地散点回升，外资流出压力较大。而港股受到的内外负面因素冲击更为明显，恒生指数和恒生科技跌幅居前。

海外继续博弈通胀与衰退：从近期美国公布的数据来看，美国经济仍有韧性，但地产部门录得负增长，且相关通胀指标环比回落，市场预期 12 月加息节奏放缓，10 年期美债收益率一度跌破 4.0%。不过当前美国通胀粘性的核心矛盾是劳动力短缺，工资-通胀的螺旋上升风险未解除下，美联储抗通胀立场短期或仍难动摇。11 月议息会议在即，预计美联储将连续第 4 次加息 75 个基点，重点关注美联储主席鲍威尔在决议后的讲话，以及美联储经济预测和最新点阵图预测。而欧洲和英国仍是海外经济的脆弱点，通胀高压下仍难避免“衰退式加息”，经济衰退风险加剧。

经济结构分化加大，政策驱动强但内生动力弱：政策稳增长支撑三季度 GDP 同环比同步走高，9 月经济继续修复但经济结构分化加大，“基建制造业支撑+地产消费拖累”下经济结构延续“政策驱动强+内生动力弱”的特点。从经济高频数据来看，疫情仍是当前约束经济修复的一大主要因素，10 月服务业和制造业 PMI 双双回落至荣枯线下方，基建和地产施工进度也受到拖累。地产修复缓慢，销售高频依然偏弱，“银十”成色不足，低基数叠加政策效应累积，年底地产销售有望企稳，但房价预期扭转+房企资产负债表和信心重塑仍需要时间，地产投资预计短期仍难走出底部。在“防疫重心不改+地产延续去杠杆+外需弱化压力”的宏观主线下，四季度经济大概率仍将延续弱修复格局。

经济复苏不确定性下货币政策宽松基调有望延续：10 月 MLF 等量平价续做且 LPR 报价如期持稳，货币目标兼顾内外平衡。往后看，经济复苏力度仍存在较大不确定性，因此偏宽松的货币政策基调仍有望延续。考虑到四季度仍有 1.5 万亿 MLF 到期量，叠加配合政金债和地方债发行，四季度仍存在降准置换到期 MLF 的

请务必仔细阅读正文之后的声明

可能性，不过降准更多是补充流动性缺口的工具，对资金面影响整体偏中性。而受人民币汇率在强美元下承压的影响，货币目标兼顾内外平衡压力下短期 OMO、MLF 降息可能性偏小，后续关键仍需看经济修复和房地产市场恢复情况。

总结：海外发达国家增长下行，但通胀压力未有明显缓解，紧缩预期仍待扭转。而国内疫情和地产低迷仍对经济复苏形成约束，微观主体活力不足下经济供需两端压力均大，消费、地产仍是拖累，出口支撑趋于回落，中国面临的内外部环境仍然较为复杂。未来海外紧缩节奏、国内疫情防控及稳增长政策落地成效，将是市场关注的主要矛盾。

从股市来看，近期调整后 A 股已初步具备底部特征，情绪和估值指标均接近历史低位，宽松货币政策支撑国内无风险利率维持低位，宏观线索处在拐点信号附近下赔率角度处于相对有利的位置，底部隐现。但风险偏好仍然不足，经济弱复苏下盈利走弱仍有拖累，当前主要宏观线索仍然有较大不确定性下股市胜率不高，市场转机仍需要等待主要矛盾的缓解和更多积极的催化剂。

债市近期明显偏强，当前主要面临“政策稳增长”与“经济弱修复”的矛盾，货币政策稳中偏松、但资金面边际收敛，利率上下空间都不大。我们认为货币宽松下债券没有大的风险，实体融资需求偏弱决定利率中枢呈现向下趋势，短期节奏会受到国内稳增长政策和海外货币政策的扰动，预计长端利率 2.6% 仍是底部区域，而经济弱复苏决定利率接近 2.8% 水平仍有配置和交易价值。

风险提示

国内疫情反复超预期，政策力度不及预期，美国通胀超预期，美联储加息超预期

一、资产价格回顾：海外紧缩交易放缓，国内内外压力加剧

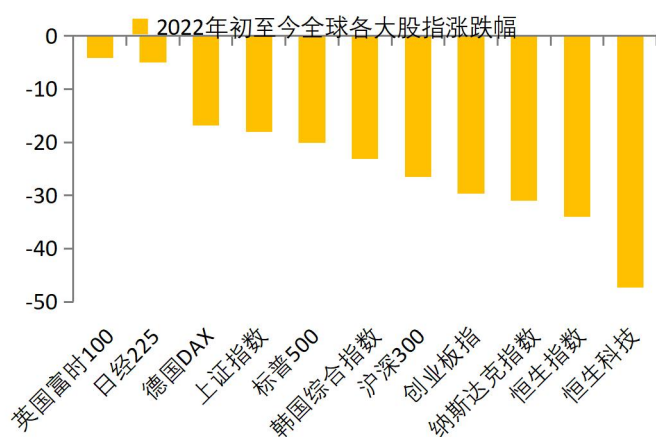
10月全球权益市场多数上涨，主要发达国家股票指数纷纷回升，月内呈现先跌后涨的走势，分别受到紧缩主线和美欧后续加息节奏有望放缓的两阶段影响，德国DAX和标普500涨幅居前，月内涨幅接近10%，海外股指10月，美国12月加息节奏放缓的预期下美股进入阶段性反弹。

而国内三大股指和港股下跌压力较大，受到内外环境的双重扰动，海外紧缩主线仍在、国内经济复苏动能偏弱、疫情多地散点回升，外资流出压力较大。而港股受到的内外负面因素冲击更为明显，恒生指数和恒生科技跌幅居前。

1) 海外股指10月先跌后涨，月初主要受到美欧核心通胀压力持续加大，通胀拐点未至的影响，10Y美债收益率快速冲高至4%以上，并一度突破4.2%一线。而下旬以来，海外股指反弹，受到海外“美联储放缓加息预期+英国新首相上任+欧洲能源危机暂时缓解”等多重因素的支撑，引发美元指数回调+美债收益率下行，分母端压力减轻下推动风险资产上涨。

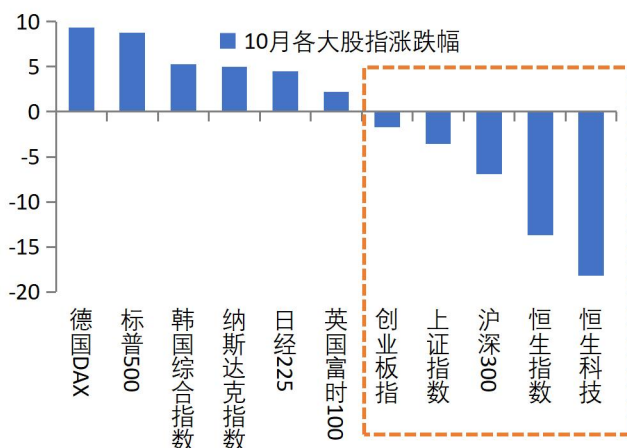
海外控通胀仍是主线，但市场对美欧央行后续加息预期有所下调。美国数据显示经济仍有韧性，但地产部门录得负增长，且相关通胀指标环比回落，市场预期12月加息节奏放缓，10年期美债收益率一度跌破4.0%。欧洲央行10月底议息会议将三大主要利率均上调75个基点，符合市场预期，是连续第二次大幅加息75个基点。欧洲央行行长拉加德表示，欧元区第三季度经济活动可能显著放缓，并可能在第四季度和明年一季度进一步放缓，预计通胀将继续上行，未来几次会议很可能会继续加息，并在12月决定缩减资产购买的关键原则。但欧洲央行“刻意未讨论缩表”，市场对未来加息预期有所下调。

图 1：年初至今全球各大股指涨跌幅（%）



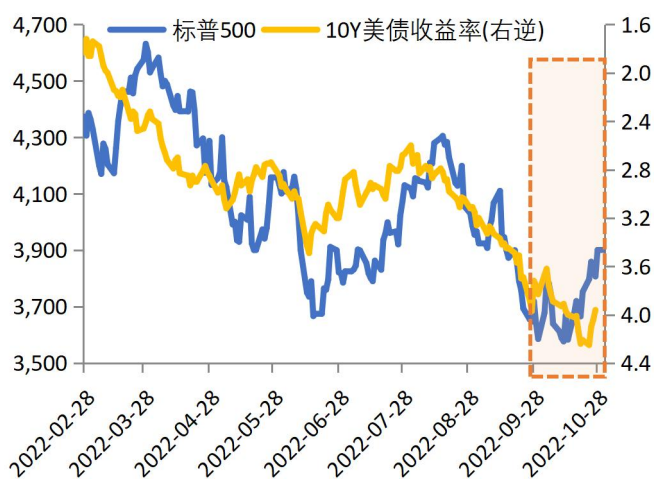
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：10 月各大股指涨跌幅（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：美股美债反弹（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：欧洲股市下半月反弹（%）

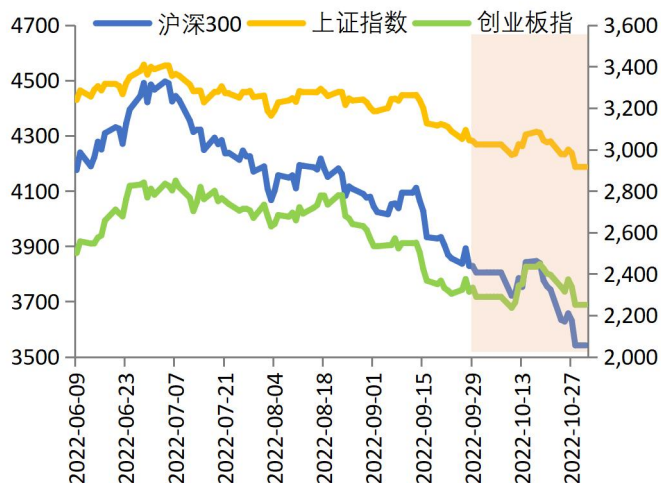


资料来源：Wind，优财研究院

2) 国内股市仍面临内外环境的双重扰动，海外紧缩主线仍在，叠加国内经济复苏动能偏弱、疫情多地散点回升，外资流出压力较大，权益资产底部隐现、但缺乏合力，国内股市下跌压力较大。上半月三大指数整体维持震荡走势，而月中以来跌势加快，估值、成交量等指标显示股指处于历史底部区域，但业绩走弱仍是股指上行的压力。

从估值角度看，股市处于底部区间。10月A股主要指数PE有所分化，沪深300和上证指数均小幅回落，万得全A整体维持震荡，而中证500PE则小幅回升，上证风险溢价ERP继续回升，10月底上证综指PE和ERP分别为11.41和5.90(上月底11.82, 5.70%)。从股债比价来看，股债相对回报率明显走高并升破历史区间上沿，显示当前股市性价比较债市明显占优。

图 5: A 股三大指数月内纷纷下跌 (%)



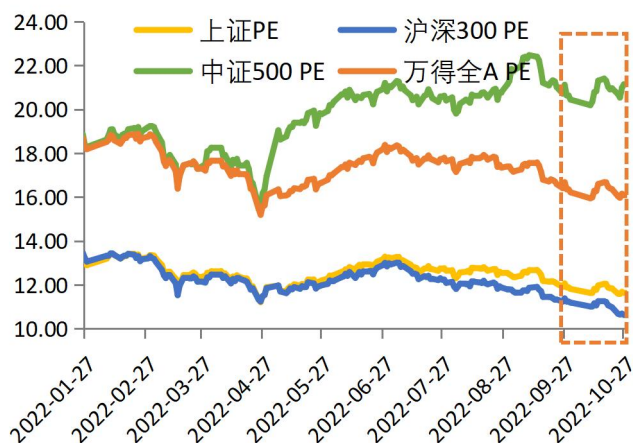
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 上证风险溢价 ERP 升至历史高位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: A 股主要指数 PE 有所分化, 整体下行 (%)



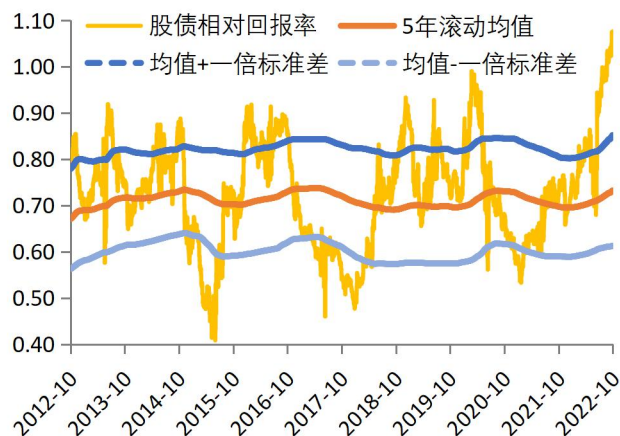
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 沪深 300 下跌压力较大 (%)



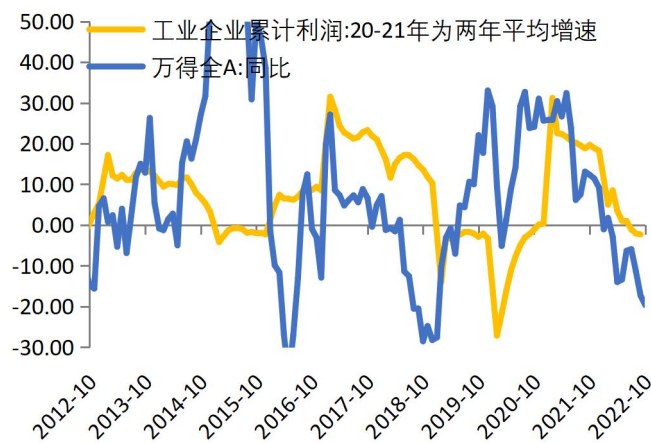
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 股票相对性价比比较债市明显占优



资料来源: Wind, 优财研究院

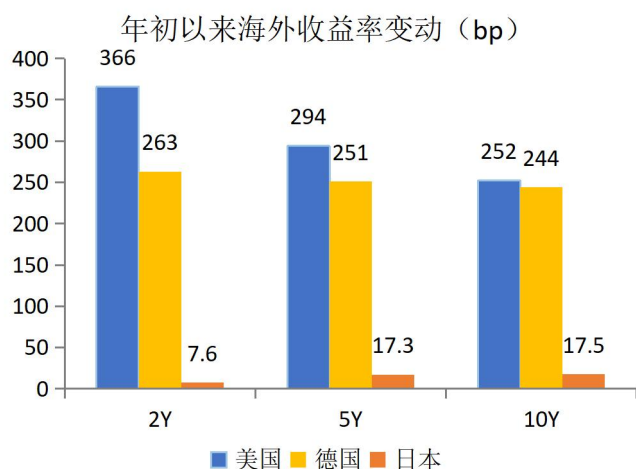
图 10: 股市业绩走弱压力仍然较大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

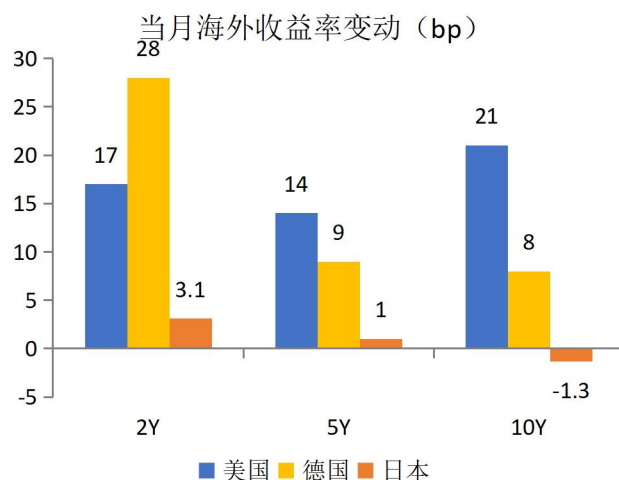
10月月内市场交易主线从紧缩加快转向加息节奏放缓，海外收益率先上后下，全月债市整体下跌，10Y美债和德债月内分别上行约21bp和8bp。而国内在经济弱复苏、疫情反弹、叠加货币宽松下支撑债市震荡偏强，10Y国债收益率下行约10bp，债市当前的主要逻辑体现为“政策稳增长”与“经济弱修复”的矛盾，货币政策稳中偏松、但资金面边际收敛，利率上下空间都不大，2.6-2.8%仍是震荡区间。

图 11：年初以来海外收益率变动（bp）



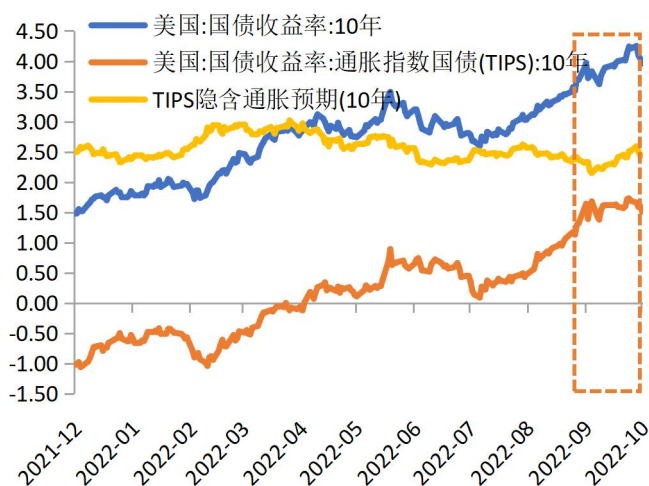
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：8月海外收益率变动（bp）



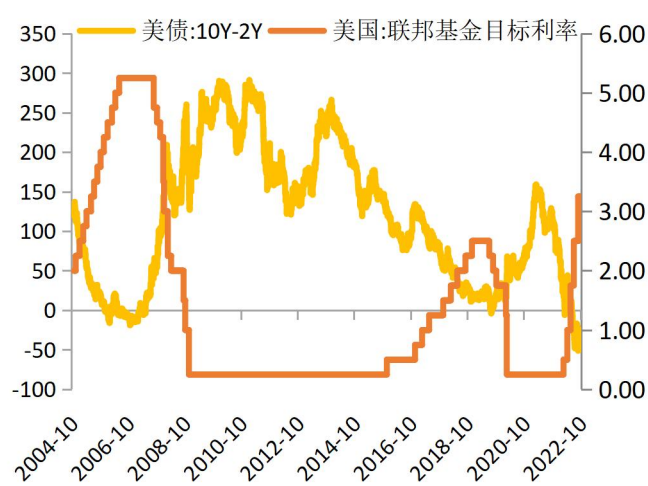
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：美债收益率反弹（%）



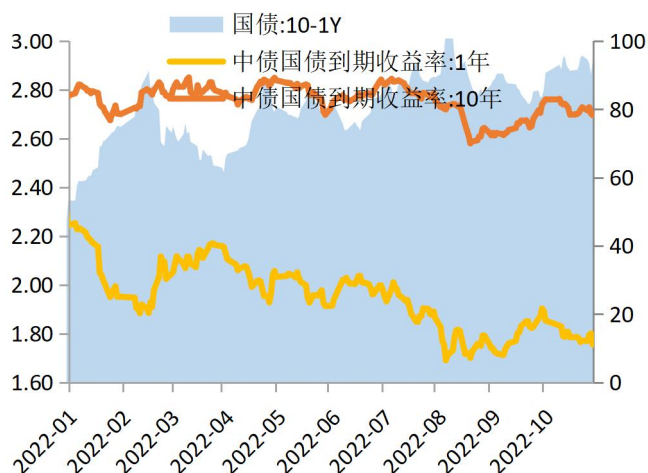
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：美债 10-2Y 收益率曲线倒挂（bp，%）



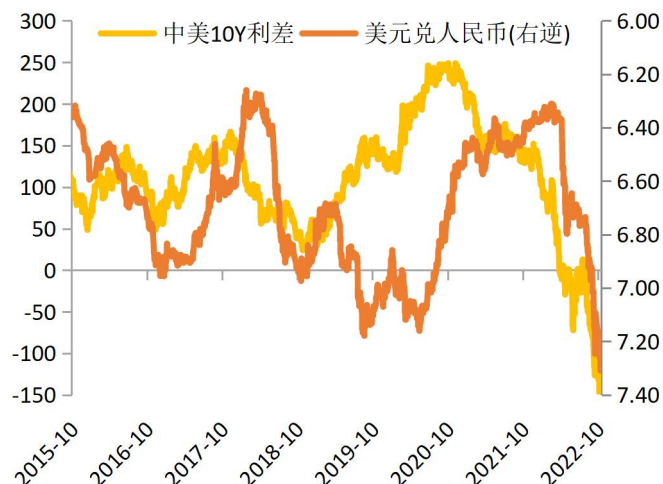
资料来源：Wind，优财研究院

图 15: 国内收益率震荡区间小幅下行(%, bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 中美利差倒挂加剧下人民币贬值加快(bp)

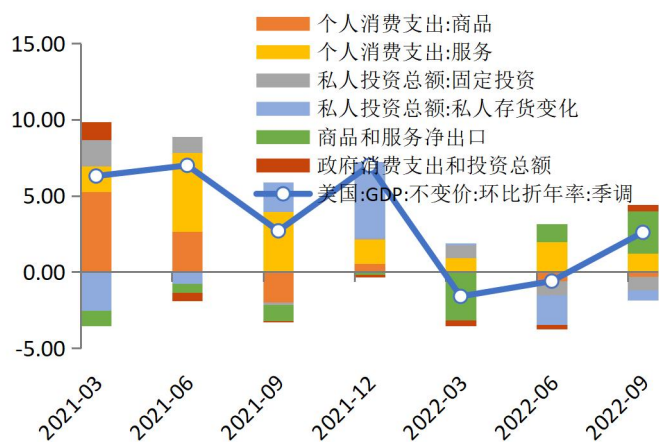


资料来源: Wind, 优财研究院

二、海外继续博弈通胀与衰退

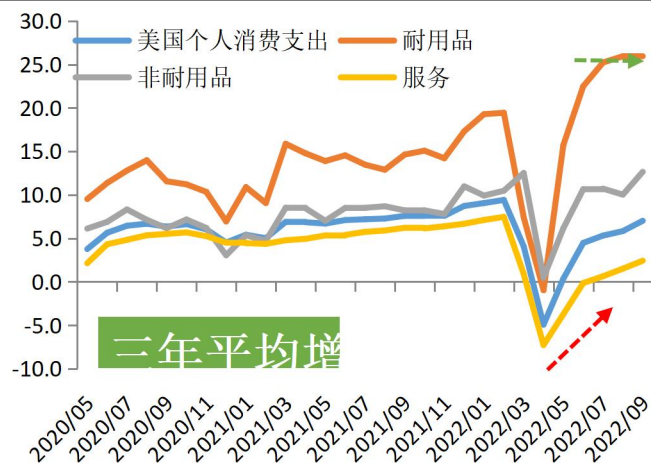
从近期美国公布的数据来看, 美国经济仍有韧性, 但地产部门录得负增长, 且相关通胀指标环比回落, 市场预期12月加息节奏放缓, 10年期美债收益率一度跌破4.0%。美国三季度实际GDP年化环比上升2.6%, 高于市场此前预期的2.4%, 在连续两个季度萎缩后重回正增长。但美国第三季度核心PCE物价指数年化环比升4.5%, 较前值4.7%小幅回落。三季度实际个人消费支出环比增1.4%, 好于预期的1%, 前值为2%。美国9月耐用品订单初值环比升0.4%, 低于预期。

图 17: 美国三季度 GDP 重回正增长(%)



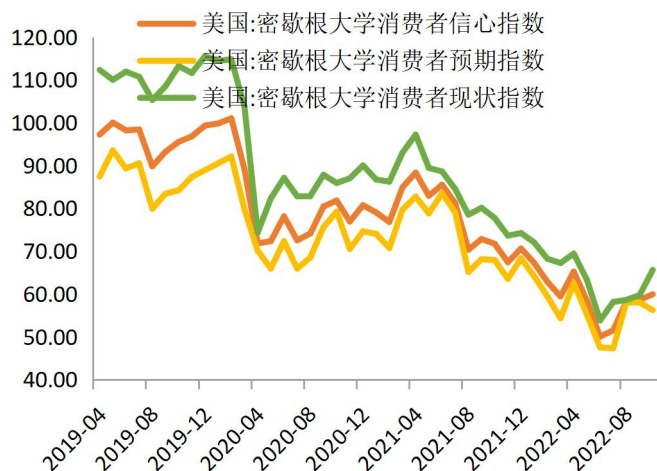
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 美国个人商品消费向服务消费切换(%)



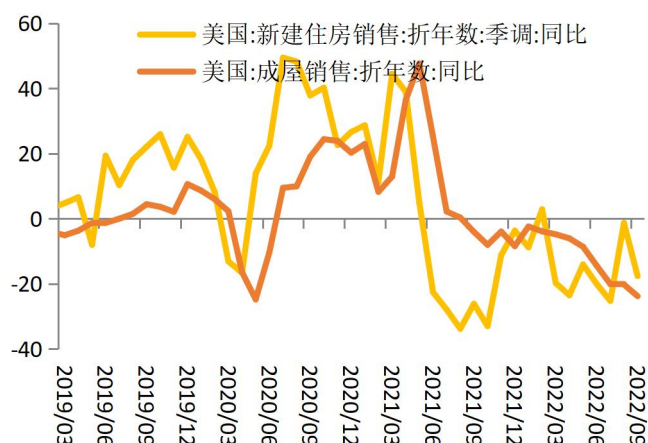
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 美国消费者信心 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 美国房屋销售负增长 (%)

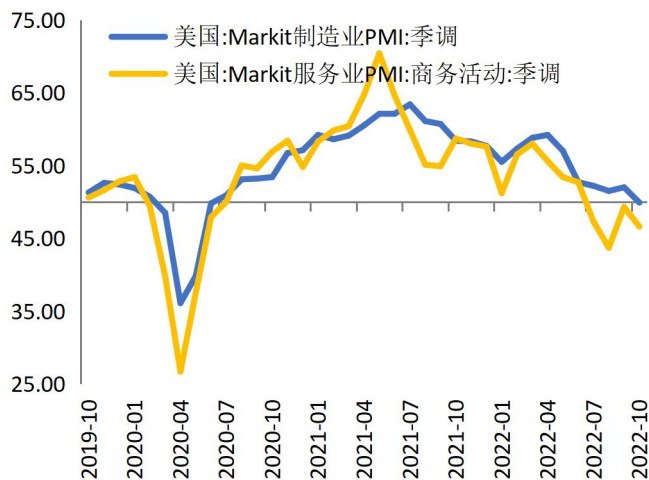


资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 市场再次交易加息节奏放缓 (%)

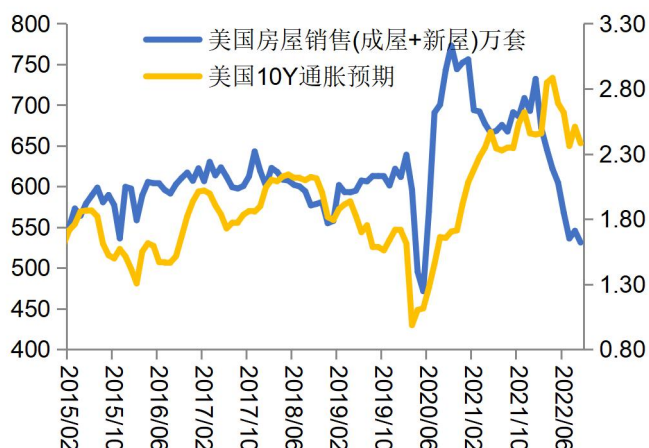


图 20: 经济先行指标减速较快 (%)



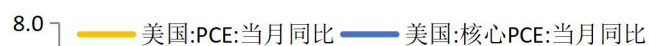
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 美国房屋销售回落制约通胀预期 (万套, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: PCE 物价指数回落但核心仍未现拐点 (%)



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_48262

