



2022年12月4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



国内强预期和弱现实背离，海外加息节奏放缓

内容提要

资产价格：海外继续交易加息放缓，国内经济修复预期下股强债弱。11月国内外宏观三大主线边际变化，“疫情防控优化二十条+房地产融资支持政策持续升温+美联储加息节奏放缓”助力全球流动性改善和国内经济基本面复苏预期增强，美元触顶回落，美债走强，全球权益市场呈现普涨行情，国内人民币汇率快速升值，北向资金大幅流入，并形成了股强债弱的基础逻辑，而此前受内外环境双重冲击的港股反弹幅度更大。宏观预期明显改善叠加超储率偏低下资金面逐渐收敛，国内债市则迎来剧烈调整，并引发理财赎回潮和负反馈影响。

国内经济：宏观预期和现实背离加大。宏观三大主线边际变化支撑风险情绪好转，构成资产价格变动主线，但当前宏观基本面现实和预期的背离持续加大，后续预期层面的修复仍需等待经济基本面的验证。一方面宏观预期继续增强，国内疫情防控放松是主要方向，同时证监会宣布在涉房企业股权融资方面调整优化五项措施，信贷、债券、股票融资三箭齐发支撑地产转暖预期。另一方面，基本面的现实仍在走弱，防控边际放松后11月国内疫情快速上升，多地疫情形势严峻，居民生活半径回落下消费和地产拖累持续，小微企业和就业市场压力加大，内需的压力短期仍难缓解，疫情和地产仍是制约经济修复的主要变量。

总的来看，随着疫情防控优化和地产政策的进一步调整，我们认为微观主体活力不足的复苏梗阻正在预期层面出现改善，但基本面弱现实的逆转尚未到来。疫情上升阶段防控优化的落地效果仍需观察，经济或继续呈现“地产和消费的拖累+基建支撑+出口逐步弱化”的结构，地产供给端纾困组合拳有望推动复工和竣工的恢复，但信用风险能否消除并形成地产链条的良性循环仍存在不确定性，地产投资低位延续时间预计仍将拉长，经济结构仍会继续分化，基本面弱现实的逆转尚未到来。而在外需回落下，扩大内需仍是政策主线，经济增长和企业盈利的实质改善仍有待于政策线索的继续浮现。

宽货币基调延续，兼顾内外平衡：11月疫情防控和地产供给端纾困政策相继出台，政策预期快速增强，同时11月25日央行降准0.25个百分点，释放长期资金约5000亿元，巩固政策稳增长效果。往后看，一方面，当下纾困微观主体活力是关键，货币政策着力点较小，疫情防控政策优化、房地产政策放松已在路上，当前重点更多在于落实好现有政策，宽货币进一步加码的必要性不强，短期降息

请务必仔细阅读正文之后的声明

(OMO/MLF) 概率不大，需要强有力的触发剂驱动。另外一方面，当前经济复苏的现实依然偏弱，国内疫情有所反复，经济高频数据转弱，宽信用进程仍然需要货币偏宽的支撑，宽货币不具备退出条件。降准后的下一政策关注点是 LPR 的变化，以及三支箭后金融机构的跟进落地、中央经济工作会议、政治局会议、明年专项债额度提前下达等。

美联储加息节奏放缓，但进程尚未逆转：核心通胀见顶回落下美联储未来紧缩预期弱化，加息终点下移+加息速度放缓+市场情绪修复，预计美联储 12 月加息幅度放缓至 50bp，美联储 11 月会议纪要也显示大多数美联储官员支持放慢加息步伐，外部流动性收紧压力减轻。但我们认为美联储加息预期逆转的条件仍未被满足，美联储加息预期回落但并未逆转，通胀拐点确认但回落速度仍有不确定性，金融条件收紧向经济下行传导仍然处在早期阶段，保持较高的利率水平一段时间是抑制通胀的关键，讨论降息仍为时尚早，明年一季度的加息或是风险点。

总结：往后看，近期政策一系列稳增长诉求仍有利于风险偏好的稳定，但当前基本面的现实依然偏弱，后续增长预期仍是关键。股市风险情绪改善后需持续关注政策落地后的基本面变化，基本面与现实之间仍存在距离下，权益资产中期向好但短期波动加大，或继续呈现波动中上行，经济增长和企业盈利的实质改善仍有待于政策线索的继续浮现。对于债市来说，政策强预期下利率中枢小幅抬升，尽管经济弱复苏的现实不改，且流动性宽松仍支撑短端，但近期债市对基本面利好明显钝化，反映出债市在中期经济修复改善的预期下呈现弱势格局。预计在防疫优化叠加地产融资支持持续加码下，股强债弱的格局仍将延续，市场仍需继续关注疫情和地产的进一步变化。

风险提示

国内疫情反复超预期，政策力度不及预期，美国通胀下行不及预期，美联储加息节奏放缓不及预期

目录

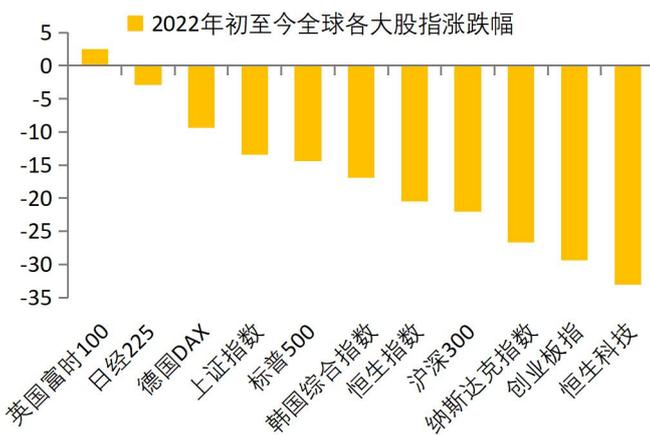
一、	资产价格：海外继续交易加息放缓，国内经济修复预期下股强债弱	4
二、	经济基本面：宏观预期和现实背离加大	9
1.	疫情仍是约束经济修复的主要变量	10
2.	地产供给端纾困组合拳改善市场预期，但高频销售仍未有改善	11
3.	出口逐步弱化	12
三、	政策：宽货币基调延续，兼顾内外平衡	14
四、	海外：美联储加息节奏放缓，但进程尚未逆转	15
五、	风险提示	18
	重要声明	19

一、资产价格：海外继续交易加息放缓，国内经济修复预期下股强债弱

11月国内外宏观三大主线边际变化，“疫情防控优化二十条+房地产融资支持政策持续升温+美联储加息节奏放缓”助力全球流动性改善和国内经济基本面复苏预期增强，全球权益市场呈现普涨行情，此前跌幅最大的港股反弹更为剧烈。

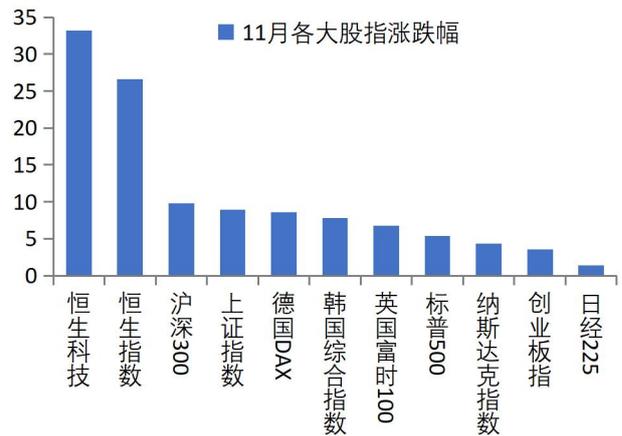
一方面，海外仍是美联储加息放缓的宏观主线的主导，美国核心通胀见顶回落下美联储未来紧缩预期弱化，美元走弱美债走强，支撑流动性改善和估值修复。

图 1：年初至今全球各大股指涨跌幅（%）



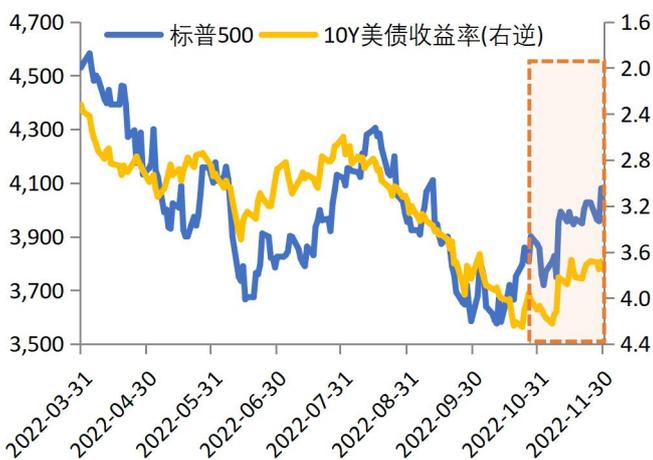
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：当月各大股指涨跌幅（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：美股美债延续反弹（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：欧洲股市延续反弹（%）



资料来源：Wind，优财研究院

另一方面，国内则体现为疫情和地产拖累减弱下的修复行情，“疫情防控优化二十条+地产政策纾困加码”下经济修复预期明显增强，人民币汇率快速升值，北向资金大幅流入，形成了近期股强债弱的基础逻辑。其中沪深300上涨幅度较大，而创业板指数整体仍偏震荡，尤其前期受内外环境双重冲击的港股反弹幅度更大。

图 5：A 股三大指数月内上涨 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

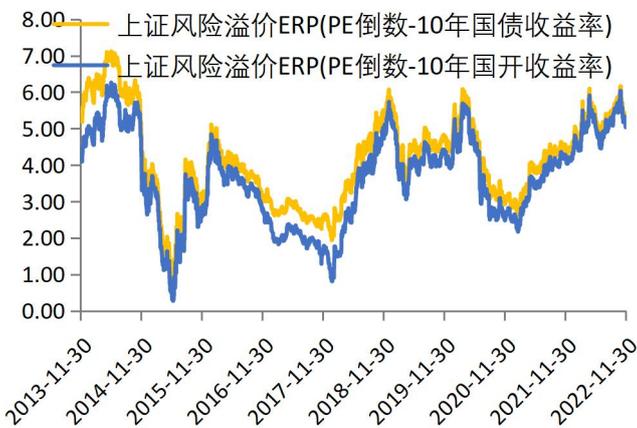
图 6：沪深 300 上涨幅度居前 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

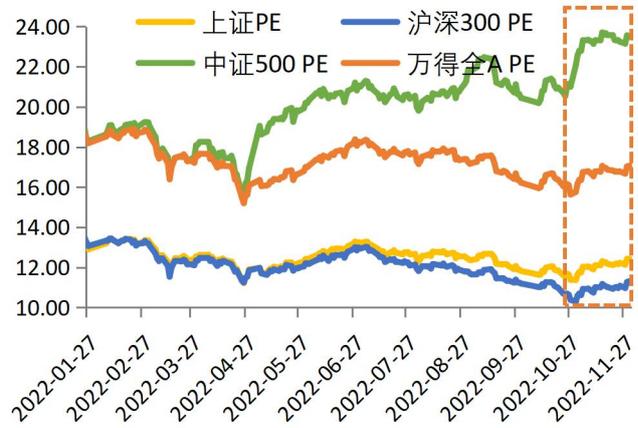
从估值角度看，10 月底我们判断股市已处于底部区间，股债相对回报率 10 月底升破历史区间上沿，而随着 11 月股市上涨后，A 股主要指数 PE 均有所回升，上证风险溢价 ERP 则回落，10 月底上证综指 PE 和 ERP 分别为 12.43 和 5.16(上月底 11.36, 6.16%)，不过当前股债相对回报率仍处于高位区间，股市性价比仍较债市明显占优。

图 7：上证风险溢价 ERP 小幅回落 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：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9：股票相对性价比仍较债市明显占优



资料来源：Wind，优财研究院

从风格结构上看，今年股市风格表现出小盘跑赢大盘的现象，与持续走低的“社融-M2增速”以及中美利差保持一致。一方面经济增长缺乏动力下大盘股面临盈利受损的压力；另一方面，流动性充裕的环境引发资金“脱实向虚”，私人部门融资增速低于M2，市场追逐跟经济相关性弱、更具有想象空间的小盘股。同时美联储年内快速加息推升美债收益率加快回升，约束外资流入，中美利差回落下500/300比价走强。

往后看，随着美联储加息节奏放缓，美债收益率见顶回落，11月中美利差底部回升，沪深300逐渐呈现略强于500的走势，未来待实体信用宽松进入兑现阶段后，大小盘风格切换或将延续。

图10：资金流向决定大小盘风格（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图11：中美利差与大小盘风格结构（bp）



资料来源：Wind，优财研究院

同时在今年稳增长的权益资产定价主线逻辑外，全球无风险利率的走势是主要扰动因素，其短期斜率的高低决定扰动风险的程度大小，国内成长类资产与其同步性较高。

图 12：国债收益率与低市盈率指数表现 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 13：全球无风险利率扰动高市盈率板块 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

从资产价格来看，“国内疫情防控优化、房地产政策供给端纾困加码、以及美联储紧缩预期弱化”三大宏观主线的边际改善无疑提振市场预期和风险偏好，内外矛盾改善下风险资产受益于三重逻辑改善的共振。一方面，美国核心通胀见顶下海外紧缩预期弱化，外部流动性收紧压力减轻，另一方面，国内疫情防控优化助力经济基本面复苏，叠加房地产政策加码或实现量变到质变的转变，地产行业逐渐筑底，内需支撑有望增强。

往后看，近期政策一系列稳增长诉求仍有利于风险偏好的稳定，但当前基本面的现实仍然偏弱，后续增长预期仍是关键。股市风险情绪改善后需持续关注政策落地后的基本面变化，基本面与现实之间仍存在距离下，权益资产中期向好但短期波动加大，或继续呈现波动中上行。经济增长和企业盈利的实质改善仍有待于政策线索的继续浮现。

图 14：股市流动性仍有支撑 (%)

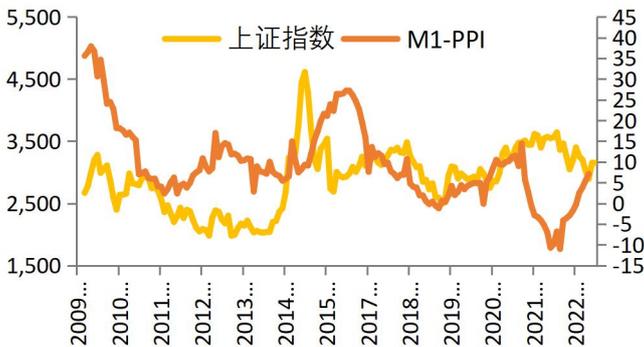
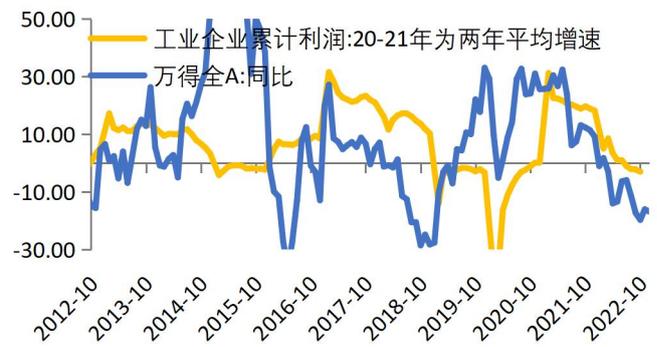


图 15：股市业绩走弱压力仍然较大 (%)

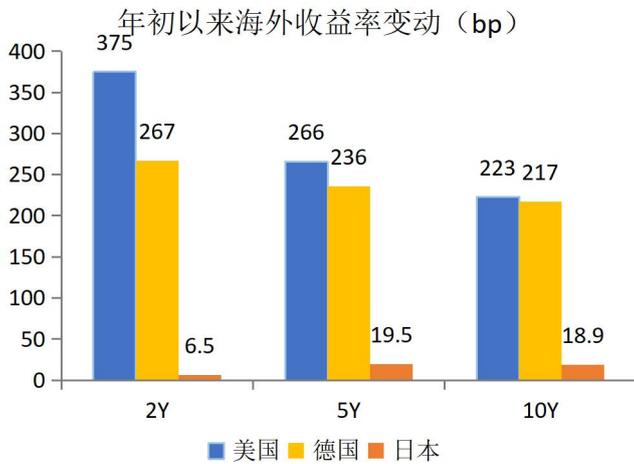


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

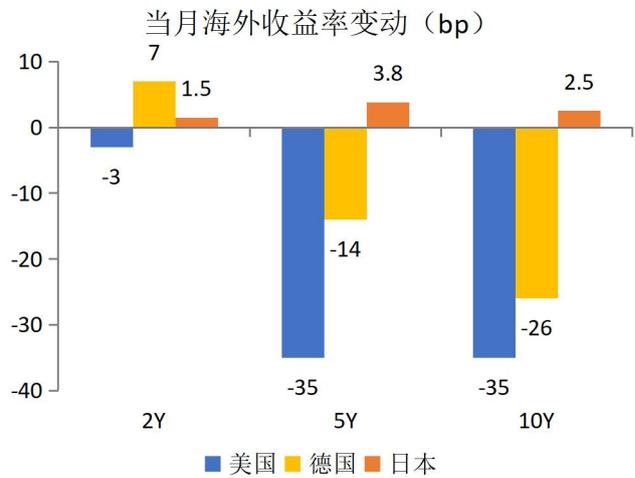
11月海外交易主线延续美联储加息节奏放缓，海外国债长端收益率多数回落，美债十年期国债收益率下行35个bp至3.75%，而短端仍受加息进程尚未结束的影响，短端收益率仅小幅下行，10-2Y收益率曲线倒挂程度加大，加剧美国衰退预期。

图 16：年初以来海外收益率变动 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

图 17：11月海外收益率变动 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：美债收益率回落 (%)

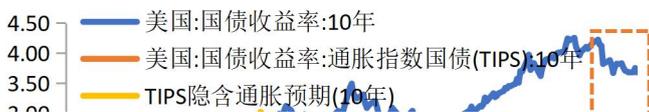


图 19：美债 10-2Y 收益率曲线倒挂 (bp, %)



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_49764



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn