

## 国庆假期海外市场复盘的见微知著

2021年10月06日

证券分析师 陶川

执业证号: S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dzwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dzwzq.com.cn

### 相关研究

1、《宏观周报 20211005: 以史为鉴, 油价突破 80 美元的演绎与影响》2021-10-05

2、《宏观点评 20210930: 政策风起, 消费是否否极泰来?》2021-09-30

3、《宏观点评 20210929: 以史为鉴, 2011 年和 2013 年美国债务上限危机的发酵与影响》2021-09-29

4、《宏观点评 20210928: 拉闸限电对三四季度 GDP 拖累几何?》2021-09-28

5、《宏观点评 20210924: 美债收益率急涨, 后续怎么看?》2021-09-24

■ 每逢十一长假, 中国市场休市导致全球市场流动性下降, 这往往会导致事件冲击的影响被放大, 市场容易进入避险的“risk-off”状态, 权益等风险资产承压、波动性加大。从表 1 中可以看出 2021 年也不例外, 全球股市动荡, 其中亚洲和新兴市场股市表现尤为疲软, 此外能源紧张的背景下大宗商品的表现强势, 美债收益率继续上涨。今年与此前有何不同? 我们试图从基本面、政策面和事件三个角度来分析国庆期间市场变化的逻辑(图 1):

■ 从基本面上看, 从 2021 年 9 月下旬和国庆期间的经济数据表现, 我们能够看到两条主线, 一是美国和非美经济体的复苏可能重回分化, 美国 9 月 ISM 制造业和非制造业 PMI 均超过市场预期, 中国 9 月制造业 PMI 则跌破 50 的枯荣线(图 2), 而且往后看第四季度, 欧洲和中国可能都将面临能源紧张、限电限产的问题, 这使得美国股市的相对表现更好。二是大宗商品价格继续上涨, 通胀压力下滞胀风险明显上升。供需紧张下欧洲天然气价格继续领跑, 布伦特原油价格强势突破 80 美元/桶(图 3), 美国 10 年期通胀预期刷新今年 6 月初以来的新高。滞胀成为第四季度全球经济复苏的重要风险, 这是韩国和日本股市大幅下跌的重要原因, 外向型经济使得它们对全球经济复苏的前景十分敏感。

■ 从政策面上, 美国拜登基建计划继续受阻, 债务上限问题仍未解决。债务上限的解决途径解析如图 4 所示, 当前美国政府停摆问题已被避免, 但美债违约风险可能延续至 2021 年 10 月下旬; 而通胀风险使得市场对美联储加快紧缩步伐(主要是加息节奏)的担忧上升。这进一步导致美债收益率上涨和股市调整。

■ 从事件层面看, 中国上市房企信用风险仍未解除, 部分房企债务未及时兑付和股票停牌使得市场对于中国房地产行业的不确定性充满担忧, 波及亚洲股市; 俄罗斯减少对欧天然气供给, 欧洲能源紧缺升级, 加剧欧洲债券和股市动荡。

■ 展望后市, 节后可能需要注意三个方面的进展和风险:

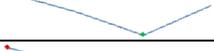
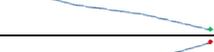
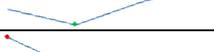
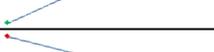
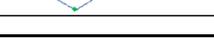
• 海外方面的风险点主要有两个: 一是美国债务上限问题可能引发的市场波动。当前事件的发展如我们此前报告(《以史为鉴, 2011、2013 年美国债务上限危机的发酵与影响》)的情景二所述, 债务违约问题和政府停摆问题分开, 风险的持续性将取决于谈判持续时间, 可能延续至债务上限到期日(2021 年 10 月 18 日)。尽管两党大概率将在最终达成协议, 但在该时点前后, 可能类似 2011 年, 对市场产生较大影响。二是通胀持续升温可能带来美债利率上行的风险。油价飙升下通胀预期升温, 如果此后美债收益率尤其是实际收益率持续上涨(图 5), 可能对美国科技股造成压力, 并且产生外溢效应, 引发我国 A 股核心资产波动。

• 国内方面, 除了部分房企的信用事件外, 央行在 2021 年 10 月会不会降准可能在短期内更值得关注。国庆收假归来流动面临集中到期的压力——截至 10 月 15 日将有 8400 亿 14 天逆回购和 5000 亿 MLF 到期(图 6)。除此之外, 能耗双控、房地产降温以及专项债发行加速也使得市场对于降准有所期待, 不过我们觉得当前可能仍不是降准落地的好时机:

- 首先, 当前经济的主要问题大都是结构性的、集中于供给侧, 频繁使用总量性货币政策的必要性不大, 而且近期国家已经开始采取措施缓解供给问题;
- 其次, 央行在 2021 年 9 月的一系列政策举措有助于保持当前流动性处于合理充裕的状态, 包括等量续作 MLF, 增加 3000 亿支小再贷款额度、提高再贴现支持力度, 优化 SLF 的操作方式等;
- 因此, 我们认为节后央行使用“逆回购缩量续作+MLF 等量或略微超量续作”的概率要高于降准。这将对 10 月的货币市场和债券市场产生一定的冲击——我们预计节后至 10 月中旬, DR007 的利率中枢和波动性将有所上升, 由于降准的落空 10 年期国债收益率可能触及 2.9%以上的高位。

■ 风险提示: 病毒变异导致疫情控制难度加大、政策变化超出预期

表 1: 2021 年国庆假期海内外主要大类资产表现

	9月30日收盘价	10月5日收盘价	国庆期间变动	区间走势
标普500指数	4,307.5	4,345.7	0.89%	
欧洲STOXX50	3,499.4	3,512.1	0.36%	
德国DAX指数	15,260.7	15,194.5	-0.43%	
日本日经225指数	29,452.7	27,822.1	-5.54%	
印度SENSEX	59,126.4	59,744.9	1.05%	
A50指数	15,493.0	15,010.0	-3.12%	
恒生指数	24,575.6	23,993.0	-1.92%	
MSCI发达市场指数	3,006.6	3,016.2	0.32%	
MSCI新兴市场	1,253.1	1,236.5	-1.32%	
10年期美债利率	1.49%	1.53%	4bp	
布油	78.5	82.6	5.15%	
铜价	8,944.5	9,177.0	2.60%	
CBOT 玉米	536.8	537.5	0.14%	
CBOT 大豆	1,256.0	1,250.5	-0.44%	
黄金	44,469.0	44,474.0	0.18%	
白银	44,469.0	44,474.0	2.08%	
美元指数	94.2	94.0	-0.27%	
美元兑人民币	6.4	6.4	0.00%	

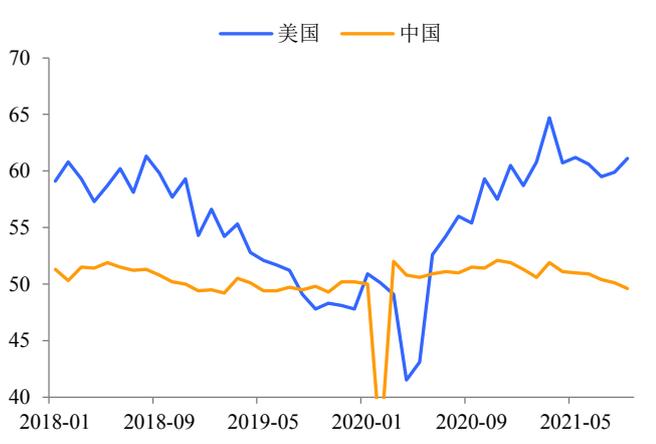
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 1: 从基本面、政策面和事件面三个维度跟踪国庆期间海外市场的变化

基本面	政策面	事件面
<p><b>欧洲能源危机</b> 国际能源署警告：在即将到来的冬天，欧洲可能面临寒流、意外停电等形式的“压力测试”。市场对于冷冬和电力紧张的担忧渐浓，天然气短缺使得取暖油和用油发电成为重要的备选选项，推升石油需求。</p>	<p><b>美国债务上限问题：政府停摆已被避免，但债务违约风险尚存。</b> 国会已通过一项持续性决议，并提供额外资金保证政府可运行至12月3日，避免了政府关门。 但两党仍在提高债务上限问题上继续“比谁先眨眼”的游戏，鉴于债务上限到期日已不足两周，事态紧迫下拜登发表讲话，谴责共和党拒绝配合提高债务上限的行为。 <b>拜登基建计划仍受阻，民主党仍未解决内部分歧。</b> 拜登表示：相对于通过决议的50票，他目前只有48票。暗指其对温和派民主党人曼钦和西尼玛的不满。前者已于10月5日进行让步，表示愿意接受1.9-2.2万亿美元预算和解法案（此前其门槛为1.5万亿美元），后者尚未给出具体的数字。 <b>当前债务上限谈判更加紧迫，基建计划可能会被递延至年底。</b></p>	<p><b>OPEC+最新会议决定不增产(即11月将按原计划每月增产40万桶/日，此前市场预期为80万桶/日)，叠加全球正遭遇的能源荒，布伦特油价站稳80美元的关口，创下三年来的新高。</b></p>
<p><b>美国9月ISM制造业和非制造业PMI均大幅好于市场预期</b> 美国9月ISM制造业PMI录得61.1，创5月以来最高，前值59.9，预期59.5；非制造业PMI录得61.9，前值61.7，预期60。</p>	<p><b>美国对华贸易政策方面，美国贸易代表戴琪讲话核心内容如下：</b> (1) 将与中国讨论中美第一阶段贸易协议下的执行情况； (2) 启动有针对性的关税排除程序； (3) 对于第一阶段贸易协议中未涉及的中国国家层面的非市场性质的贸易行为表示严重关切； (4) 将继续与盟友合作，制定21世纪的公平贸易规则，促进市场经济发展并推动民主进程。</p>	

数据来源：美国白宫官方网站，美国国会官方网站，国际能源署，东方财富网，东吴证券研究所

图 2: 美国和中国 PMI 出现分化



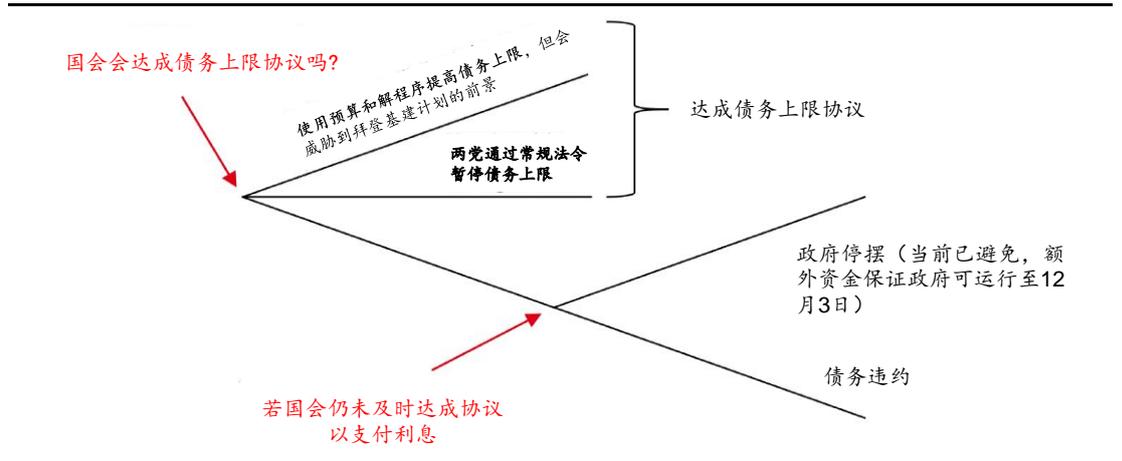
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 油价和欧洲天然气价格大涨



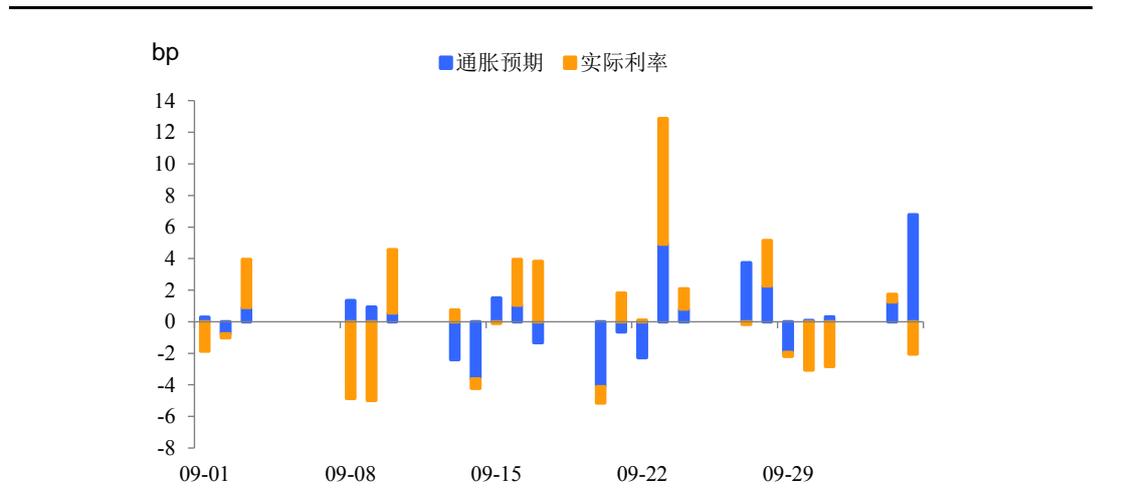
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：债务上限的解决途径解析



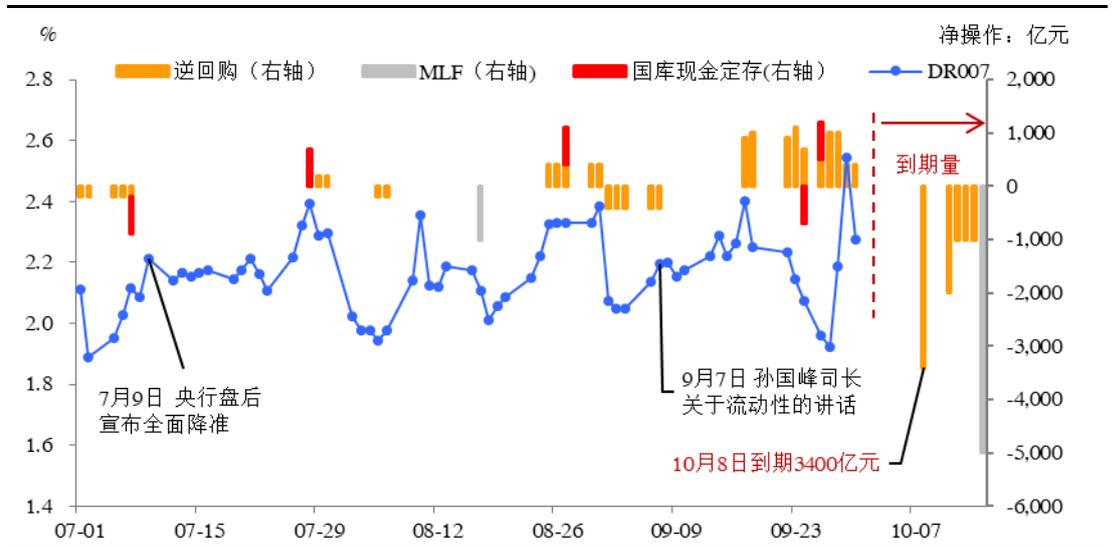
数据来源：美国国会官网，东吴证券研究所

图 5：2021 年 10 月以来美国国债收益率上涨主要贡献是通胀预期



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 6: 2020 年国庆节前流动性合理充裕, 节后流动性有集中到期压力



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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\\_27291](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27291)

