

宏观周报 20221006

假期市场又“嗨”了，这波反弹能持续多久？

2022年10月06日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaoh@dwzq.com.cn

相关研究

《出口拐点的交叉验证》

2022-09-30

《人民币跌破 7.15，美国真能独善其身？》

2022-09-26

■ “央行慌，市场就不慌”，这可能是 10 月初全球风险资产出现明显反弹的主要逻辑：一方面，9 月股债汇市场的全面动荡使得部分央行似乎坐不住了，例如日本等多个亚洲经济体的央行少见的进行汇率干预、英国央行重新启动（临时性）QE；另一方面，部分经济数据的疲软似乎也使得市场押注货币转向更有底气，例如美国方面 9 月 ISM 制造业指数和 8 月职位空缺数据似乎预示着经济出现了超预期放缓的风险，央行面临的压力会越来越大。

■ 我们认为当前央行可能并没有“那么慌”，押注海外政策转向还为时尚早，市场反弹背后可能更多的是近期极端仓位的调整：在主要宏观驱动未出现明显转向迹象的背景下，市场底部仍不明确；在此前市场仓位较为极端的情况下，风险资产可能迎来 1 至 2 个月反弹。我们可以从以下三个方面进行分析：

■ 首先，政策方面主要央行的动作各自为政、缺乏协调性，央行并没有市场想象的那么“慌”。日本央行干预汇率主要原因是为了维护国内的 YCC（收益率曲线控制）框架和宽松的货币环境，英国央行重启 QE 主要是为新首相的大规模财政刺激“买单”，而非传统意义上的政策转向——财政赤字增加使得长端英债利率短期大幅飙升，导致体量庞大的养老金利率互换敞口面临“追加保证金”（margin call）的流动性风险。

可能更重要的是美联储官员对于海外市场的动荡依旧保持淡定，即使偏鸽的副主席 Brainard 也表示“货币政策的重点是恢复价格稳定……美联储致力于避免提前降息……现在宣布战胜价格压力还为时过早……”。而参考之前通胀和加息的关系（图 1），9 月美联储点阵图显示的 2023 年加息至 4.6% 的情形，依旧存在进一步上修的风险。

从历史上看，主要经济体政策的协调是避免极端行情、降低不确定性的重要保障，这一点在 2016 年（在其他主要经济体宽松的情况下美联储暂缓加息）以及 2019 年初（主要经济体政策纷纷转向宽松）市场企稳的过程中都有体现。而在当前的背景下 11 月的 G20 会议是各国进行政策沟通的重要窗口（中国的大会，美国的中期选举陆续都已结束）。

■ 其次，从市场情绪和仓位上看，10 月初市场的反弹更多的是 9 月下旬极端情绪和仓位的降温。9 月下旬美联储议息会议超预期上调 2022 年和 2023 年加息的点阵图，令本已战战兢兢的市场动荡不已，而月末英国新首相推出的财政刺激则给市场对于通胀、政府债务和利率的担忧火上浇油。在此背景下市场短期内陷入偏好现金（“flight to cash”）的逻辑，股债商都面临明显的调整压力。如图 2 和 3 所示，在美联储缩表的情况下，逆回购余额反而在增加，说明持有短久期资产的货币市场基金规模逆势上升，市场风险偏好明显萎缩。

典型的从美股仓位来看，超卖的状态十分明显。如图 4 所示，美股 8 月下旬至 9 月中上旬的超卖程度甚至超过了 2018 年底和 2020 年疫情爆发期间，央行不同寻常的动作和疲软的经济数据让极端的仓位获得喘息之机。

■ 第三，从宏观驱动和逻辑来看，市场底尚未出现。今年全球市场的宏观驱动主要来自于四个方面：全球通胀高烧不退；主要央行应对通胀的紧缩态度；欧洲的能源“危机”和中国的地产和防疫压力。至少当前看来前三个方面宏观驱动转向的迹象并不明显，而国庆假期前后边际变化最大的可能是中国地产的相关政策（图 5 和 6）。

■ 国庆假期前夕，房地产宽松政策自上而下集中出台，在需求端进一步加大政策刺激力度，有望对四季度房地产销售形成支撑。9 月 29 日和

9月30日，财政部、央行发布多个房地产宽松政策，通过阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限（主要是二三线城市）、下调住房公积金贷款利率，和对换购住房给予个税优惠（图7），在年内5年期LPR已累计下调35bp的基础上进一步在需求端加大政策刺激力度。最新数据显示，国庆假期第一周（9月26日—10月2日）商品房成交面积出现快速回升，现已回到近8年同期正常水平，30大中城市商品房成交面积环比上升14.4%至424.73万平方米（图8和9）。

■ 当然值得注意的是国庆假期，随着跨省人流量明显增加，疫情扩散面出现扩大，防疫有所收紧。这依旧会成为短期内影响居民信心、限制地产政策传导的重要因素，对于地产销售改善的力度还需进一步观察。

■ 综合以上三个方面的分析，我们认为在宏观驱动未发生明显变化的情况下，10月初的市场反弹更多是极端情绪和仓位降温的结果。这意味着一方面当前谈论政策转向和市场底还为时尚早，可能要等待今年底或者明年初；另一方面，市场存在短期反弹的空间，参考历史规律，在不发生危机的情况下，每当标普500指数向下跌破200日均值的幅度超过20%，接下来的1至2个月内会出现反弹，考虑到疫情以来股市波动的上升，200日均线下15%至20%的区间可以看作是阶段性的超卖水平（图10和11）。

9月30日标普指数已经处于这一区间，而今年6月议息会议前后股指也到达过类似的水平，之后美股迎来近2个月的反弹。此外，中国地产销售的回暖改善会客观限制美元指数进一步上涨的空间，这客观上也有利于风险资产。

■ 节后主要关注美国的就业和通胀数据，中国地产和信贷数据。我们认为接下来1至2个月，市场对数据可能进入不对称反应的阶段：对于数据超预期利空的敏感性会下降，而对于利多的敏感性则会上升；政策方面，中国的大会和美国中期选举之后，11月的G20会议将成为主要经济体政策协调的重要契机。

■ 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外经济提前进入衰退，我国出口的放缓可能提前到来。疫情反复，严格防控持续时间明显拉长。

图1：紧缩周期中美联储加息幅度和通胀水平的对比

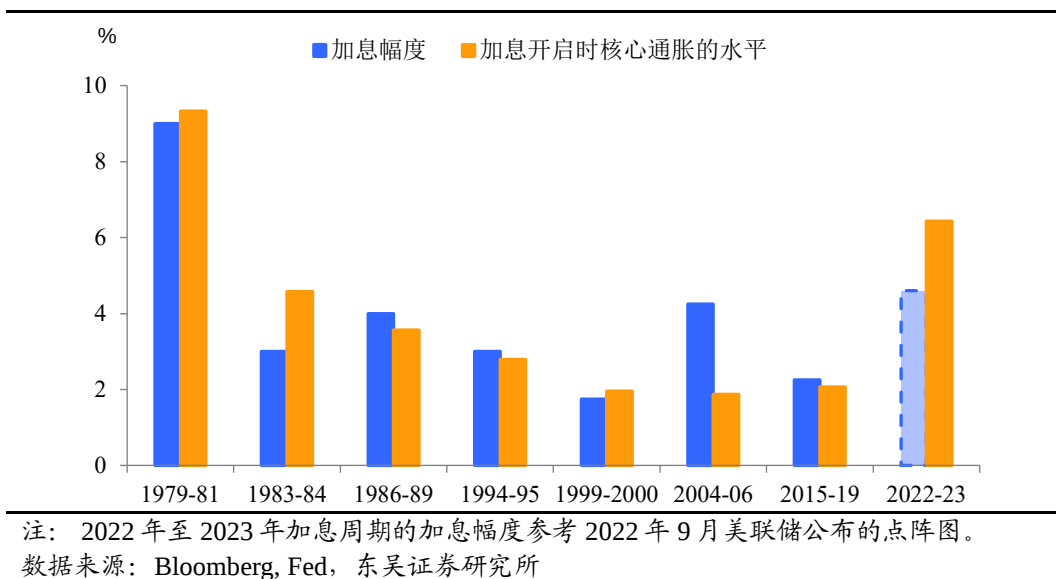


图2：美联储缩表的情况下逆回购余额增加

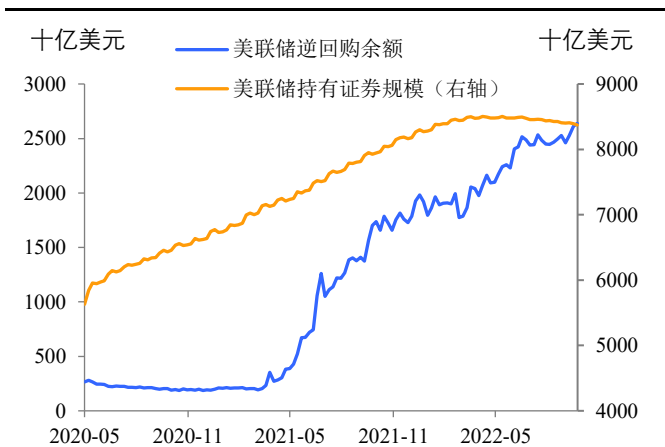


图3：缩表的背景下逆回购余额的变化是市场风险偏好的重要指标

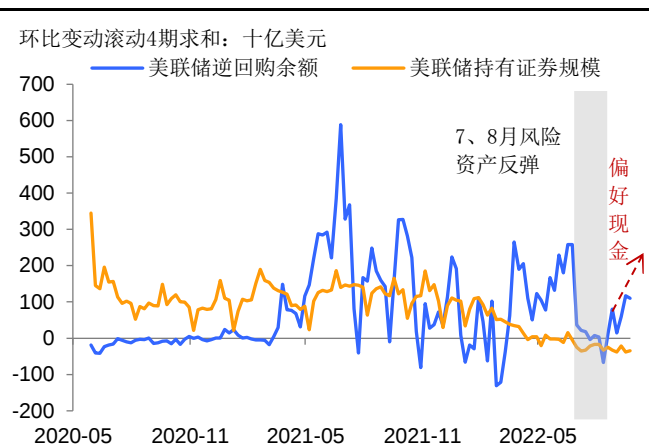
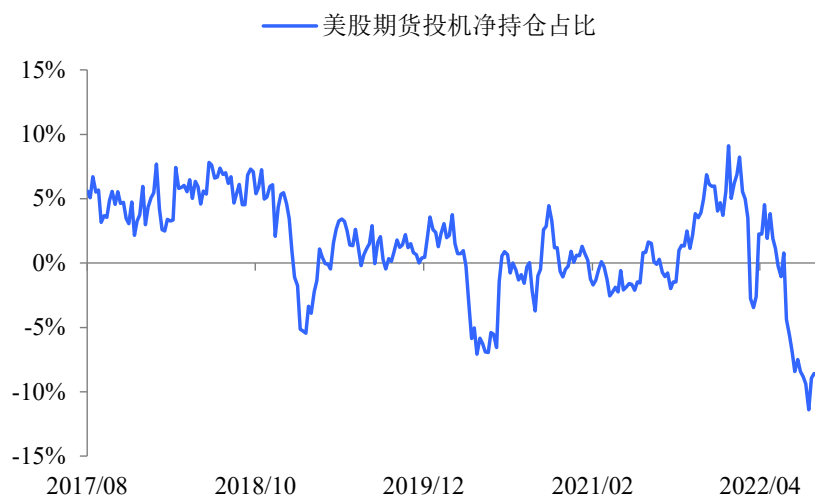
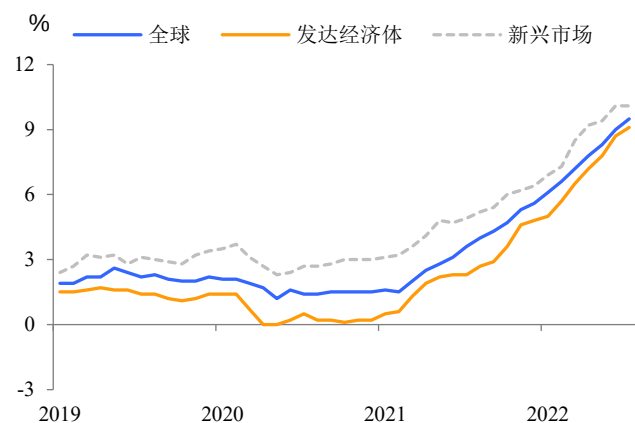


图4: 美股做空仓位极端



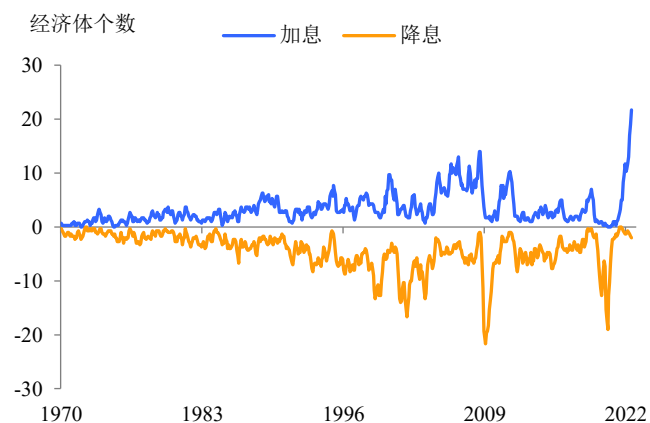
注：美股期货包括微型标普 500 指数、罗素 2000 指数和纳斯达克 100 指数期货。
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 全球通胀依旧居高不下



数据来源：Worldbank, 东吴证券研究所

图6: 加息的经济体达到 1970 年以来最多



数据来源：Worldbank, 东吴证券研究所

图7：国庆假期前夕，多个房地产宽松政策集中出台

日期	部门/会议	主要内容
2022/9/29	人民银行货币政策委员会第三季度例会	因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
2022/9/29	人民银行银保监会	人民银行、银保监会阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限。1. 对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在2022年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。2.按照“因城施策”原则，符合上述条件的城市政府可根据当地房地产市场形势变化及调控要求，自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限，人民银行、银保监会派出机构指导省级市场利率定价自律机制配合实施。
2022/9/30	财政部税务总局	自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。其中，新购住房金额大于或等于现住房转让金额的，全部退还已缴纳的个人所得税；新购住房金额小于现住房转让金额的，按新购住房金额占现住房转让金额的比例退还出售现住房已缴纳的个人所得税。
2022/9/30	人民银行	自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即5年以下（含5年）和5年以上利率分别不低于3.025%和3.575%。

数据来源：中国人民银行，财政部，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_46804

