



孙彬彬：如何看待半信半疑的市场？



意见领袖|孙彬彬/刘晨明/吴先兴



策略：稍微再等等，但不必再悲观

一、市场观点：稍微再等等，但不必再悲观

1、未来半年，信用-盈利二维框架中，①信用逐步扩张；②盈利回落；③股债收益差处于均值附近估值不便宜——对应【信用扩张前期】，指数区间震荡，当前调整，为春季躁动打开空间，春季躁动后二季度可能再次调整。

2、年中再看，信用-盈利二维框架中，①信用继续扩张；②盈利触底回升；③股债收益差有可能回落到-2X 标准差的极端便宜位置；④“二十大”前风险偏好较高——指数在年中可能出现指数级别的机会，仓位在这个阶段，可能成为胜负手。

3、历史上,【元旦-春节】万得全 a 上涨概率只有 41.7%, 而【春季-两会】上涨概率达到 91.7%。因此 1 月市场本身就是可涨可跌, 不用因为当前的涨跌而过渡悲观, 春季躁动的主要机会还看 2 月。

4、关键指标, 中证 500 股债收益差, 正在接近-2X 标准差的买入位置, 上一次是 2021 年 7 月底。若假设未来十年国债利率下行 5BP、且中证 500 再跌 4%左右, 那么股债收益差即落到-2X 标准差, 因此, 可以稍微再等等、但不必太悲观。(500 目前的前五大权重是医药、电子、电新、军工、计算机)。

5、目前高景气赛道调整的幅度接近到位, 但时间还欠缺一些, 根据过去十年其他高景气赛道的复盘, 外部因素而非基本面因素引发的高景气赛道调整, 一般行业指数跌幅在 15-20%, 调整时间在 30-50 个交易日。

6、老基建和地产属于对托底经济贡献大, 但对行业本身影响的力度和持续性相对弱。单个新基建和新制造业属于对托底经济贡献小, 但对行业本身影响的力度和持续性相对更强, 新基建和新制造业中, 重点看好【核电】、【5G+工业互联网】。

7、复盘发现, 最近几年, 市场内卷化严重, 大家纷纷从 Q4 就开始布局预计转年可能不错的细分行业。而且很多时候市场在 Q4 选对了方向, 18、19、20 年 Q4 涨幅靠前的 20 个细分行业 (天风策略细分行业), 在下一年, 获得超额收益的概率在 70%左右。这也是为什么我们在 Q4 策略就开始推荐预计 22 年产业爆发和困境反转的两个方向。当然, 事后看也有

部分行业，属于炒错了，但这种大多都遇到了不可抗的外力，比如疫情或者是政策突变。因此，21Q4 涨幅靠前的方向值得重点关注：比如“汽车+”、“计算机+”、元宇宙、军工、工业互联网、必选食品、猪肉、中药等。（注：反过来说，Q4 表现一般的不代表下一年没机会）。

二、专题讨论：美债如何影响不同类别资产的定价？

1、从模型出发，看不同类型权益资产对利率的敏感度

①利率的变化对所有资产均有影响（贴现值或估值与利率反向）。②盈利稳定的消费（或公用）对利率的敏感性更高。③相比利率而言，科技和周期都更关注自身盈利的波动性。本质在于，科技和周期分子盈利的波动性更大，“高增速+高利率”组合的贴现值，可能要显著高于“低增速+低利率”的组合。④科技的盈利波动来自自身产业周期，周期的盈利波动多数来自宏观经济周期。盈利向上的过程中，利率的敏感度可能进一步下降（市场更关注当期的增速）。

2、美股 50 年，不同类型权益资产的定价规律

（1）从美股的长周期视角来看，盈利稳定性强的行业，其估值中枢一般与利率中枢呈现反向关系。比如：公用事业、一般零售、卫生保健、食品饮料。（2）对于科技来说，其估值更大程度是依赖自身的产业周期（半导体周期）。（3）但并不是说科技行业的估值就不受利率影响，其判断的核心在于分子弹性大还是分母弹性大。2010 年之后，【硬件与设备】、【电子

与电气设备】、【软件与计算机服务】的估值与利率也开始有反向关系——新的“漂亮 50”。

固收：如何看待 1 月开门红？

2022 年市场交易和配置在半信半疑中展开，“信”和“疑”来自三重压力与稳住宏观经济大盘的政策诉求间的所存在的矛盾与不解。

市场疑问：宽信用宽在哪儿了？本周三央行金融货币数据公告并没有再度披露个人住房贷款数据，有异于前两月，这一细节或反映 12 月个人住房贷款数据不理想，地产的坑大且深。另一方面，公布的金融货币数据结构并不理想。

与此同时：稳增长和宽信用的政策重心明确。12 月 30 日，易行长接受媒体采访时继续强调在“稳”字上下功夫和加大金融对实体经济支持力度，说明央行再度明确稳增长和宽信用的诉求。

我们建议当前位置应当优先从总量角度看金融货币数据，新公布的 M1、M2 和社融的同比数据都在回升。政策明显在做从底部向上爬的努力，对比历史，“爬坑”动作更为关键。因为坑已经是既定事实。

靴子在逐步落地，利率震荡略有升高的概率在上升。

第一个靴子——12 月金融货币数据已落地，虽然结构不太理想，但从总量上明确了宽信用的诉求和结果。

第二个靴子——降息，在 1 月 17 日之前，降息的时间窗口越来越临近，实际关键就看本周。从历史对比，春节后降息的情况较为罕见，视角如果放到一季度整体考虑，所以就看能否延续降息交易，不管靴子是否落地，下周开始市场重心自然要进一步切换。因为宽信用的压力在上升，最为重要的是 1 月信贷和社融很难证伪。

总体上市场都清楚，稳增长政策必然是宽而有度。总量上，赤字率和专项债不会太高，市场对此有足够的认识，但是 1 月和一季度还是要合理看待，政策靠前，1 月社融同比增速维持在 12 月 10.3% 的可能性较大。所以当下的关切要合理估计。

决定 2022 年市场走势的关键在于与 2021 年的对比。

2021 年关注的核心问题是左侧什么时候买，2022 年关注的核心问题在于宽信用效果如何和会不会降息。市场重心和宏观图景在切换，虽然叠加资产荒的既定事实，今年大概率没人看空，预期以震荡为主，但是短期内震荡略走高的压力在抬升。

出品 陈金友 2021 年 12 月 17 日 宏观图景中的目标与打打中世差十打打 目

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_36015

