



孙彬彬：如何看待当前市场的约束与空间？



意见领袖 | 孙彬彬团队

1、策略：牛熊转换三部曲，当前处于哪一步

(1) 景气投资的全球规律：景气度高低决定相对收益高低（对全球股市具有普适性）。(2) 市场偏好什么样的增长曲线：五种增长类型的比较（增速、趋势、形态）。(3) 什么时候该重视估值与景气度的平衡：三种情形（宏观周期变化、个股景气变化、长周期投资）。(4) 关于估值空间的判断：兼论 PEG 估值的误区与应用（哪些适用，哪些不适用）。(5) 科技赛道行情的决定因素：产业周期决定趋势，宏观因素影响短期。(6) 复盘与应用 I：寻找景气向上但涨幅偏离的板块（偏离度）。(7) 复盘与应用 II：科技赛道行情的起承转合（6 个案例）。

风险提示：经济修复进度不及预期，流动性收紧超预期，海外不确定性风险、模型有效性风险等



2、固收：汇率贬值，利率怎么看？

我们在 9 月债市展望里提到几个比较重要的数据节点：

第一个是 8 月底的 PMI 数据，从公布的数据来看，8 月 PMI 较 7 月有所改善但改善幅度有限。

第二个就是出口数据，在市场逻辑中出口数据可能带来新的做多的视角，防疫政策不变、地产困境、叠加增量政策有限，这些都是内需压力，如果我们确认出口后续逐月回落甚至是负增长，那么相当于增加了新的基本面压力。8 月出口数据不好，从今天盘面上来看市场反映有限。

第三个数据就是社融数据，8 月份社融大概率比 7 月有改善，关键在于能改善到什么程度。7 月社融数据公布时，尽管大家对 7 月社融不好有预期，但数据公布后是远低于预期，利率显著下行。

比较而言，今天出口数据也是低于市场预期，但利率并没有大幅下行，因此出口数据和社融数据比较来看，社融数据显然更重要。我们为大家提供一个参考标准：8 月社融同比是不是持平或略高于 7 月。考虑去年 9-10 月是社融低点，如果 8 月社融同比持平或者略高于 7 月，那么合理估计 9-10 月社融数据不会差，也就意味着我们将面临 8-10 月连续 3 个月的社融数据回升。这对于债市而言就对应着较大的压力。

否则会如何？

如果后续没有特别的增量因素出现，我们认为利率短期内下行空间有

限，即赔率已经很低。

除此之外还有哪些问题需要关注？哪些问题可能会是制约？

目前市场比较关心的是汇率问题。我们做了大量的历史复盘，历史不会简单重复，但其背后的逻辑往往有较强的相似性。我们认为汇率不是利率的“拦路虎”，现阶段从政策空间考虑，结合中国目前的现实，以及对内为主的基调，对内降息和对外贬值也可以作为政策考量。日本目前的情况，就是这样的状态。至少在利率方向上，我们认为汇率不是关键约束。

除了汇率之后，市场还考虑未来会不会有新的增量政策。我们还是强调货币政策的逻辑，从今年降息的规律来看，先有政治局会议后有降息，按此类推，年内降息的可能性并不高。而且两次降息均有信贷塌方的前提，但今年 8-10 月信贷塌方的可能性不高。从公开市场操作角度市场关注降准的可能性，我们认为市场需要合理考虑政策逻辑，如果短期之内降准落地，毫无疑问是为了缓释银行负债成本，那么根本逻辑是宽信用，而不是简单地提振市场预期，11-12 月社融回落的可能性就会下降。因此如果短时间内降准对债市而言未必意味着利多，我们更倾向于认为年底或年初政策再做安排的可能性更高。

8 月 15 日降息之后，参考历史，我们目前处在第二个阶段的过程中，这一阶段的决定因素在于社融。目前来看，政策有一定力度，因此我们对社融估计为震荡走平，对应利率的基准假设也是震荡走平。但是我们需要注意盯住高频指标，特别是下旬 25 号之后的票据转贴利率，最近一段时间

票据转贴利率已经有所回升，目前来看预计 9 月的社融数据同样不能低估。观察其它高频指标来看，目前的经济处于弱修复状态，经济还是处于环比改善的过程中。

基于上述情况，我们不建议过于突出长期逻辑，毕竟今年和明年、会前和会后政策行为会有差异和变化。目前的利率走势按窄幅横向移动考虑，十年期国债收益率在 2.6%-2.65% 附近。往未来看，一颗红心，两手准备，还是要保持短多中空视角和可能性。

对于资金利率，我们认为大会前资金利率预计还是稳定的，只是存在局部收敛，隔夜资金利率预计在 1.2%-1.5%。

风险提示：货币政策收紧，通胀大幅上行，疫情超预期蔓延

3、金工：量能新低，反弹有望

上周市场继续承压，全周来看，wind 全 A 下跌 2.2%。市值维度上，上周代表小市值股票的国证 2000 指数下跌 2.37%，中盘股中证 500 下跌 2.36%，沪深 300 下跌 2.04%，上证 50 下跌 1.47%，创业板指下跌

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_45846

