

2022年11月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

四箭齐发确认 W 型右侧底

—宏观专题报告

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005
tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《出口何时见底？》2022-11-09
- 2、《美国加息与衰退最后的博弈》2022-11-03
- 3、《从量价结构拆解出口韧性》2022-09-08

四箭齐发确认 W 型右侧底

W 型反转所需的内外两重催化均出现改善：美国通胀数据超预期回落、习拜会 11 月 14 日登场、国内疫情政策优化、地产利好政策密集出台，积极因素加速积聚，压制 A 股的内外因素均有明显缓和，市场风险偏好修复可期，W 型反转将至。

一是美国通胀显著回落

美国名义 CPI 和核心 CPI 出现了同步的回落，名义 CPI 超预期降至 7.7%，核心 CP 同比增长 6.3%，低于预期的 6.5%。12 月 50BP 为大概率，美元美债拐点渐近。

二是习拜会缓和中美关系

中美首次首脑面谈将在印尼举行，将有效改善当前的中美关系。2018 年时习川会也是当时中美关系的拐点，推动市场完成了 W 型磨底过程和 2019 年的春季行情

三是国内疫情政策优化

政治局会议明确“进一步优化”疫情防控，多次提及“科学”“精准”，纠正“层层加码”“一刀切”，“最大限度减少疫情对经济影响”，与 7 月的算好“政治账”有明显的变化，并“大力推进疫苗药物研发”，政策风向开始变化，有助于提振市场情绪。

四是社融回落倒逼宽松

10 月社融超预期下滑，既有季末冲量退潮的原因，也有疫情冲击和地产疲软的影响。疫情政策已在优化，地产托底也在发力：一方面支持民营房企发债融资；另一方面多地购房政策松绑。另外，汇率和通胀掣肘减弱，货币宽松空间打开，MLF 集中到期，11 月降准降息可期。

风险提示

地缘政治冲突升级，欧美衰退加速兑现，政策实施不及预期

正文目录

| | |
|--------------------------|---|
| 1、 美国通胀显著回落..... | 3 |
| 2、 习拜会缓和中美关系..... | 3 |
| 3、 国内疫情政策优化..... | 4 |
| 4、 社融回落倒逼宽松..... | 4 |
| 5、 W型右侧底基本确认，反转信号临近..... | 4 |
| 6、 风险提示..... | 5 |

在最新的策略专题《静待 W 型反转的两重催化》中，我们特别提示当前 A 股二次探底的核心原因是内滞外胀，本轮 W 型反转还需静待内外两重催化：一是外部美元加息拐点，重点关注 11 月公布的通胀数据和议息会议。二是内部经济修复夯实，重点关注 11 月公布的经济金融数据和 12 月重磅会议定调。

昨天四箭齐发，美国通胀数据超预期回落、习拜会 11 月 14 日登场、国内疫情政策优化、地产利好政策密集出台，积极因素加速积聚，压制 A 股的内外因素均有明显缓和，市场风险偏好修复可期，W 型反转将至。

1、美国通胀显著回落

美国名义 CPI 和核心 CPI 出现了同步的回落，其中名义 CPI 超预期降至 7.7%，时隔 7 个月首次回落至 8% 下方，为俄乌冲突以来最低值；核心 CPI 同比增长 6.3%，低于预期的 6.5%。名义 CPI 的下行主要是继续受到了食品和能源价格回落的影响，10 月份美国食品和能源同比增速分别为 10.9% 和 17.6%，较前值分别下行 0.3 和 2.2 个百分点。核心通胀是市场更为关注的部分，具体来看，商品同比增速的下行是这次核心 CPI 低于预期的主要推动力：10 月美国核心商品 CPI 同比录得 5.1%，较上月下行了 1.6 个百分点。核心服务则是出现了上行的放缓，同比增速 6.8%，仅比上月上行了 0.1 个百分点。商品通胀的下行主要是受到了供应链的改善和居民需求下行的同步影响。服装（-0.6%），家庭用品（-0.2%）和二手车（-2.4%）均出现了环比增速的负增长。服务行业中医疗保健和交通运输服务也出现了价格的放缓，住宅同比虽然依然维持在了高位，同比增速 7.9%，但也略低于上个月 8% 的峰值。这也符合我们之前报告中对于住宅 CPI 最早将会在 10 月份出现放缓迹象的判断。

从费城、达拉斯、旧金山等联储官员的发言来看目前依然是保持了谨慎的态度：通胀虽然出现了一定的放缓，但是绝对值仍处在历史的高位，远高于 2% 的目标，加息的放缓不代表政策的转向。市场在超预期下行的 CPI 支撑下已经开始笃定 12 月份 50BP：CME 显示 12 月加息 50BP 的概率急速升至 85% 左右，远高于之前 50% 的概率。美股也出现了开盘的拉升，三大股指均实现了开门红，纳指涨幅超 6%。美元指数和美债则是出现了一定的下行：十年期美债收益率跌破 4%，美元指数则是跌破 110 来到 108 左右的位置。市场已经开始将 11 月份的美联储议息会议看作新的 Fed Pivot，美元和美债的拐点都在临近。

2、习拜会缓和中美关系

周五的凌晨，白宫办公室宣布美国总统拜登将于 11 月 14 日在印度尼西亚峇厘岛与中国国家主席习近平会面，这是自拜登政府上台以来中美两国元首首次进行面对面会谈。从白宫的发言来看，这次习拜会将是两国领导是互相确认底线思维，确保合理竞争，避免陷入冲突的一次会面。尽管本次习拜会不会一次性解决所有的中美之间的问题，也不会签署重大的合作协议，但这是自佩罗西窜台之后，中美关系持续恶化以来的首次转机。

参考过去经验，在 2018 年 G20 时期的习川会时，也是当时中美关系重要的转折点：两国元首就中美经贸问题达成了共识，宣布暂停采取新的贸易措施，并设定了 3 个月的谈判期限。受此情绪提振，叠加后续政策支持，市场在 2018 年末完成了 W 型右侧最后的磨底并在 2019 年走出了春季行情。当前习拜会对于中美关系和市场情绪的改善作用等同于 2018 年末的习川会，我们认为同样对于当前 W 右侧底的确立起到积极作用。

3、国内疫情政策优化

11 月 10 日政治局会议明确“进一步优化”疫情防控，多次提及“科学”“精准”，纠正“层层加码”“一刀切”，“最大限度减少疫情对经济影响”（上一次提还是 429 政治局会议），与 7 月的“算政治账”、“有效统筹疫情防控和经济社会发展工作”有了明显的变化，并“大力推进疫苗药物研发”，疫情政策风向出现重大转变，后面还有二十条配套优化措施。

另外值得关注的是，每月召开一次的政治局会议一般是月底召开，且通常是 4 月、7 月、10 月、12 月会议会重点讨论经济，这次罕见中上旬召开，足见其紧迫性。且用了大量的篇幅引导优化防疫措施，以减少对经济的冲击，表明疫情防控思路发生了重要变化，以前防疫是第一位，现在对经济发展的关注重视程度提升，以期引导经济修复，这种边际变化意义深远，有助于提振市场情绪。

4、社融回落倒逼宽松

10 月信贷、社融全面超预期下滑，分项来看，新增人民币贷款 6152 亿元，低于预期的 8242 亿元；新增社融 9079 亿元，远低于预期的 1.65 万亿元；社融增速 10.3%，低于前值 10.6%；M2 同比 11.8%，低于预期的 12%，前值 12.1%；政策性融资及自发性融资环比、同比均有收缩，特别是季末冲量结束，政策性融资回落幅度较大，自发性融资同比多增时隔两个月再度转负；政府债券大幅收缩，居民中长贷降幅再度走阔，企业中长贷同比多增缩水。其中既有季末冲量退潮的原因，也有疫情冲击和地产疲软的影响。

所幸疫情防控政策已在优化，地产托底也在发力：一方面支持民营房企发债融资；另一方面多地购房政策松绑力度加大。另外，考虑到基本面疲软，随着汇率和通胀掣肘减弱，货币宽松空间打开，还有 1 万亿 MLF 集中到期，11 月降准降息可期。

5、W 型右侧底基本确认，反转信号临近

综合以上四点分析可知，随着内外积极信号集中显现，当前市场的核心矛盾——内滞外胀有明显缓解，W 型右侧底基本确认，反转信号临近，可以适度乐观一些。关注三大主线：困境反转（医药、旅游出行、社服零售）、景气成长（锂电、光伏、储能、高端制造）、政策催化（信创、地产龙头）。

6、风险提示

- (1) 地缘政治冲突升级
- (2) 欧美衰退加速兑现
- (3) 政策实施不及预期

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

张帆：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。