

## 宏观点评 20231005

# 假期海外市场跌够了吗？

2023年10月05日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《风波又起！这次美国政府关门影响有多大？》

2023-09-30

《政策加速：长期建设国债发行的历史镜鉴》

2023-09-28

■ 中国休长假，海外市场总要闹出些“幺蛾子”。美国政府刚避免了“关门”的危机，市场还未喘口气；长端美债收益率连续大涨，又成为全球市场“不能承受之重”，股债商全面下跌。用一个字概括假期海外市场的表现——“乱”，不仅资产价格表现“哀鸿遍野”（图1），资产背后的逻辑同样混乱（图2）。

■ 我们认为假期期间海外市场表现的组合是不可持续的，背后反映的可能是一种脱离了经济基本面的流动性冲击。更进一步，当前中国可能是全球美元流动性重要的提供者这一角色，不应该被市场忽视——少了中国，在美联储紧缩的背景下，全球美元流动性可能会更加捉襟见肘。而我们有理由相信，随着假期结束，全球市场会逐步回到正常逻辑。美国经济周期后期反弹的逻辑（late cycle rebound）+美联储不会轻易转向（higher for longer）+全球制造业触底复苏，美元会率先触顶，但长端美债收益率的转向则还需时间，美股则相对偏震荡。

■ 从基本面上看，假期期间全球市场的普跌（除了美元）是令人费解的。这一费解之处体现在至少三个方面：一是长端美债收益率的大涨（10年期美债收益率一度站上4.8%）导致期限利差（10Y-2Y）的倒挂幅度明显收窄，从历史上看美债期限利差向上拐头的主要导火索是美联储的降息预期（导致短端利率下降），部分时期是再通胀交易（2016年11月）或者停止QE预期带来的恐慌（2013年5月），而当前美联储转向降息的预期并没有增强，市场的通胀预期也比较稳定。长端利率上涨更多+实际利率上涨，从基本面上看背后可能更多反映的是经济“不着陆”预期（图3和4）；

第二，美股和商品确实同时大幅下跌，背后所反映出的信号更多的是经济大幅放缓甚至衰退，这与第一点是不太相符的；

第三，美债实际利率上涨、通胀预期平稳的组合和美元指数上涨是匹配的，但是美元指数的持续上涨和全球制造业的复苏并不兼容。

■ 如果我们跳出“增长-通胀”的基本面框架，从流动性维度看，很多问题就都能解释的通。从资产价格上看，全球资产的普跌（包括黄金），实际利率和美元指数上涨的情形往往与全球美元的流动性情况相关，极端的情形可以参考2020年3月（唯一的不同是美联储没有大幅降息）。

从流动性机制来看，疫情后尤其是美联储进入紧缩周期后，全球美元流动性环境发生了变化——中国在全球的美元流动性中发挥着越来越重要的作用：一方面，通过疫情后“一骑绝尘”的贸易顺差，中国银行体系和企业积累了大量的美元；另一方面，中国对全球输出美元至少有三个重要的渠道：中国对外投资，中国市场中外资的流出以及为稳定人民币汇率进行的买入掉期操作（相当于在短期市场上投放美元）。如图5所示，美联储进入紧缩周期后，外资从中国流出的背后是对其他新兴市场的支持，而中国长时间的休假使得全球流动性传导缺少了重要的一环。

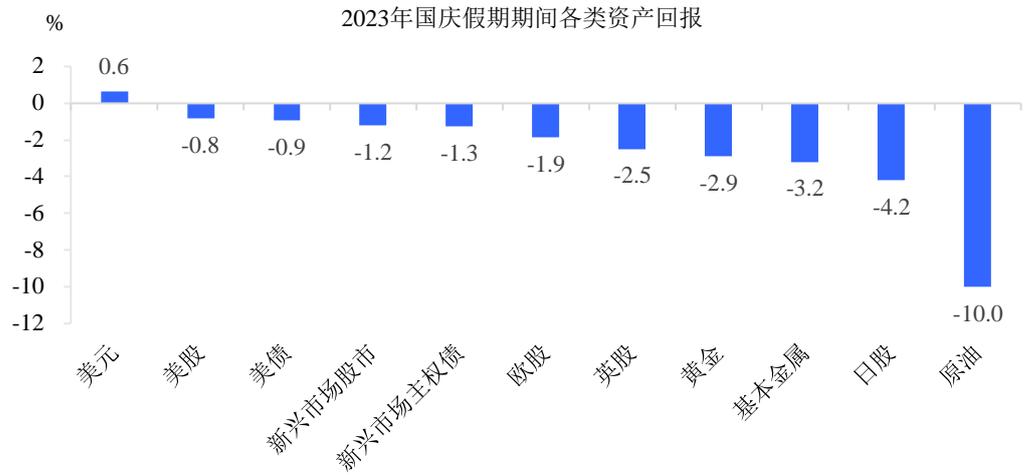
不过值得注意的是，和去年十一相比，今年在全球流动性的环境上还存在着一个重要的不同。去年因为9月底养老金出现危机，英国央行暂时“重启QE”，缓解了市场的紧缩担忧，而今年对日本央行进一步放宽YCC限制、日债收益率上涨的预期，给本流动性已经下降的市场“火上浇油”。

■ 基于以上逻辑，我们认为长假结束后，市场会逐步回归正常：一方面是中国市场的恢复，另一方面日本央行短期内同样不会单纯的因为日元向市场预期妥协、改变YCC政策。我们预计海外尤其是美国依旧是周期后期反弹的逻辑（late cycle rebound），美联储不会轻易转向（higher for longer），叠加全球制造业触底复苏，美元会率先触顶，商品依旧会有较好的表现，但长端美债收益率的下跌则还需时间，美股则相对偏震荡。

具体来看：

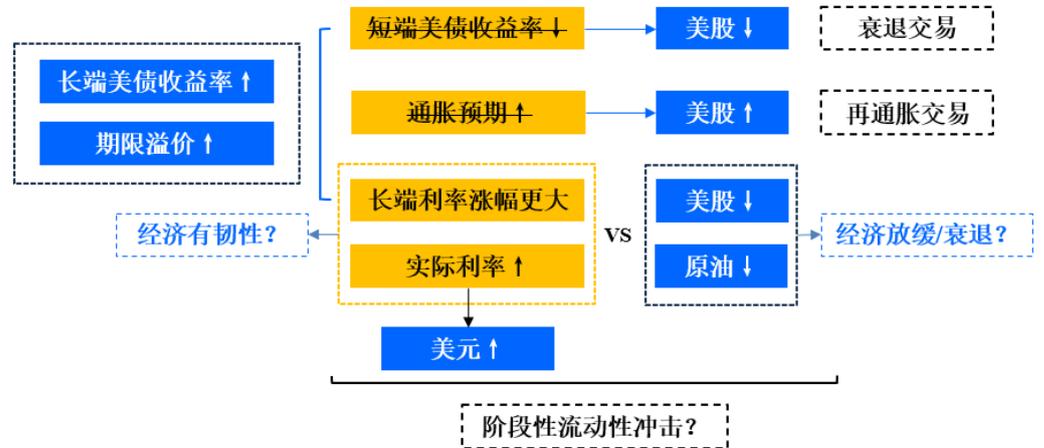
- **从季节性规律上看，美股、美债在9月可能已经跌够了，但是并不意味着10月就能否极泰来。**历史上9月美股普遍下跌，9-10月美债收益率普遍上涨，美股平均跌幅在1%左右，美债利率平均涨幅达35bps（图6和7）。美股在9月跌近5%，幅度大超历史平均。而美债方面，倘若9月利率如果没有上涨足够的幅度，10月会进行补涨。从目前来看，9月美债收益率在经济相对弹性中录得不小的涨幅，10月进一步上涨空间受限。
- **但显然季节性并不是主要推高美债收益率的原因，更关键的是在于美国经济和政策不松口，“抄底资金”不敢轻易入场：**
- **美联储鹰鸽两派统一论调，利率继续“更高、更久（higher for longer）”。**本次美债利率大涨的重要原因之一在于：一向温和的鸽派美联储官员，也释放出了高利率将保持更久的信号。博斯蒂克明确表明降息的急迫性并不高，长时间内保持利率不变是合适的。叠加一如既往“鹰”派梅斯特的发言，一举推动美国长债利率再刷近十年以来的新高。
- **而引发这一论调的核心在于美国经济现“再复苏”迹象：**
- **汽车、电影等行业的罢工潮对就业的影响有限，这直接体现在8月职位空缺数量上：**8月份的职位空缺率从5.4%上升至5.8%，叠加低自主离职率，这些都将引发工资“再上涨”（图8和9）。从而劳动力市场的韧性仍然对通胀构成上行威胁。
- **全球制造业走出底部区间，三重信号积累释放制造业回暖信心。**瑞典制造业PMI作为领先全球制造业PMI，新订单与库存指数比率连续4个月上升；此外尽管当前全球制造业PMI仍处于收缩区间，但新订单、产出及新出口分项方面均稳步向50迈进；同样地，升至50以上的未来产出指数，表明增长预期的改善（图10和11）。
- **尤其是美国制造业发出更为积极的信号。**9月显著好于预期的制造业PMI，收缩程度为近一年来最低。随着生产回升和就业的反弹，美国制造业向复苏又迈进了一步。这与全球制造业PMI所释放出的积极信号一致。
- **美债破5%的可能性？不小。**在加息次数基本确定的情况下，10年期美债利率短期能否破5的关键在于政策何时松口。目前看今年联邦基金利率的中枢可能会到达5.5%-5.75%之间，当前市场预期明年降息幅度在60bp左右，10年期美债收益率的顶可能在5%附近，但是需要警惕当前比较突出的供需矛盾会使得美债收益率出现短线超调（图12和13）。
- **美股虽然有一定的估值压力，但是现金持有规模偏高以及散户逢低买入的心理可能使得美股下跌也不顺畅。**利率环境+劳动、借贷以及能源成本的上涨弱化企业盈利能力可能给美股估值带来均值回归的压力。不过，根据美银9月投资调查的结果，受访投资机构总资产中持有现金约占总资产规模的4.9%，处于正常水平区间（4%至5%）的上沿；除此之外，散户投资者在股市上比以前活跃得多。根据盖洛普最近的一项民意调查，投资股票的美国人比例从2019年的55%升至2023年的61%，这是自全球金融危机以来的最高水平，这些群体对于人工智能概念和“七巨头”（亚马逊、微软、苹果、谷歌、英伟达、Meta、特斯拉）逢低买入的心态根深蒂固（图14和15）。
- **当然也可能出现一种意外的情况，美债收益率长期保持高位甚至继续上涨导致金融机构出现风险。**这种情况可能迫使央行在保持高利率的同时重回扩表，类似今年3月硅谷银行倒闭事件之后情形，这会为股市尤其以纳斯达克为代表的成长股上涨创造更好的条件。
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，政策被迫提前转向，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 2023年国庆假期期间主要资产收益率情况



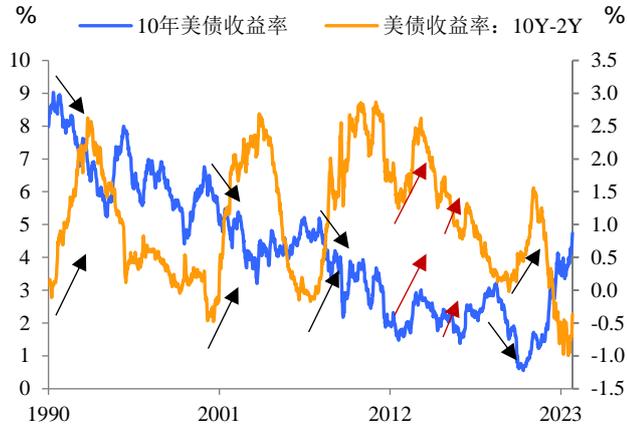
注: 国庆假期期间时间选取 2023.9.29-10.4, 长端美债选取美国 7-10 年国债价格指数。  
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 假期期间海外资产表现背后的逻辑存在矛盾



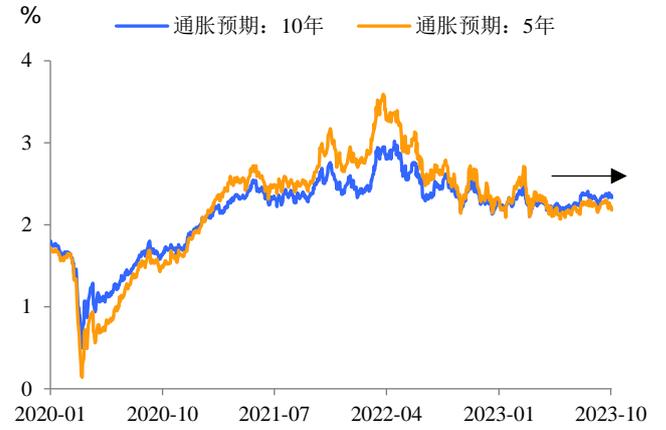
注: 期限溢价指的是 10 年减 2 年美债收益率之差。  
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图3: 美债期限利差反弹更多的是因为短端利率下降得更快



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 市场通胀预期当前比较稳定



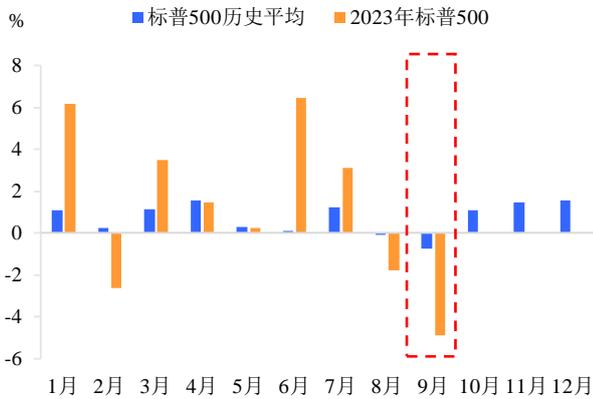
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 进入美联储紧缩周期后从中国市场流出的资金是对其他市场的一种支撑



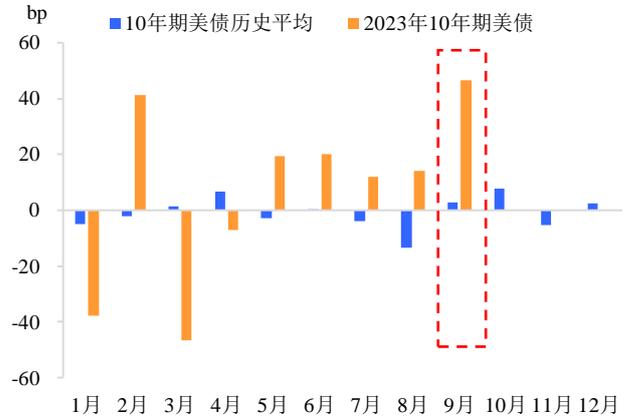
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 今年9月美股大幅跌超历史平均



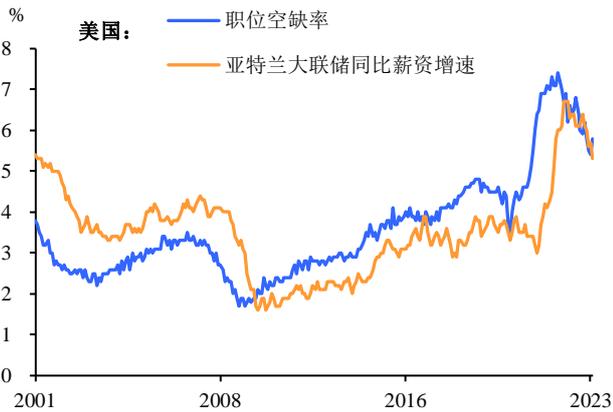
注: 标普 500 历史平均采用 1945 年 1 月至今的数据  
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 今年9月美债利率大幅上涨



注: 10 年期美债历史平均采用 1992 年 7 月至今的数据  
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 职位空缺再次反弹将带领工资上涨



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 自主离职率企稳上涨将驱动工资反弹



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 全球制造业衰退接近尾声



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图11: 制造业各分项开始企稳回升



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 10年期国债收益率和政策利率



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图13: 市场交易加息/降息预期幅度



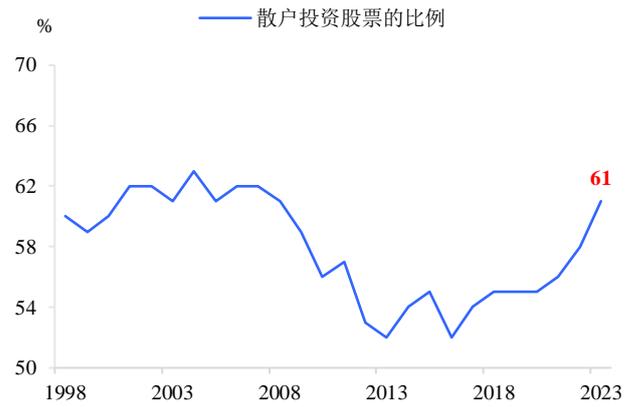
注: 曲线所显示的联邦基金利率 12 个月的预期变化  
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图14: 美股当前面临的估值压力

图15: 投资股票的美国人比例在上涨



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码：215021  
 传真：（0512）62938527  
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>