

谁的情绪靠谱？

- ✓ 在信贷环境好转的背景下，各类市场参与者信心数据出现中性至逆向积极的信号。
- ✓ 随着二十大的召开和不确定因素的消退，中国股市将很可能将整固，甚至翘起前行。
- ✓ 美股仍是一个重要隐患，并将继续干扰中国市场。

洪灏，CFA
hao.hong@growim.com

本报告英文版：
[《Whose Confidence Is Gold?》](#)

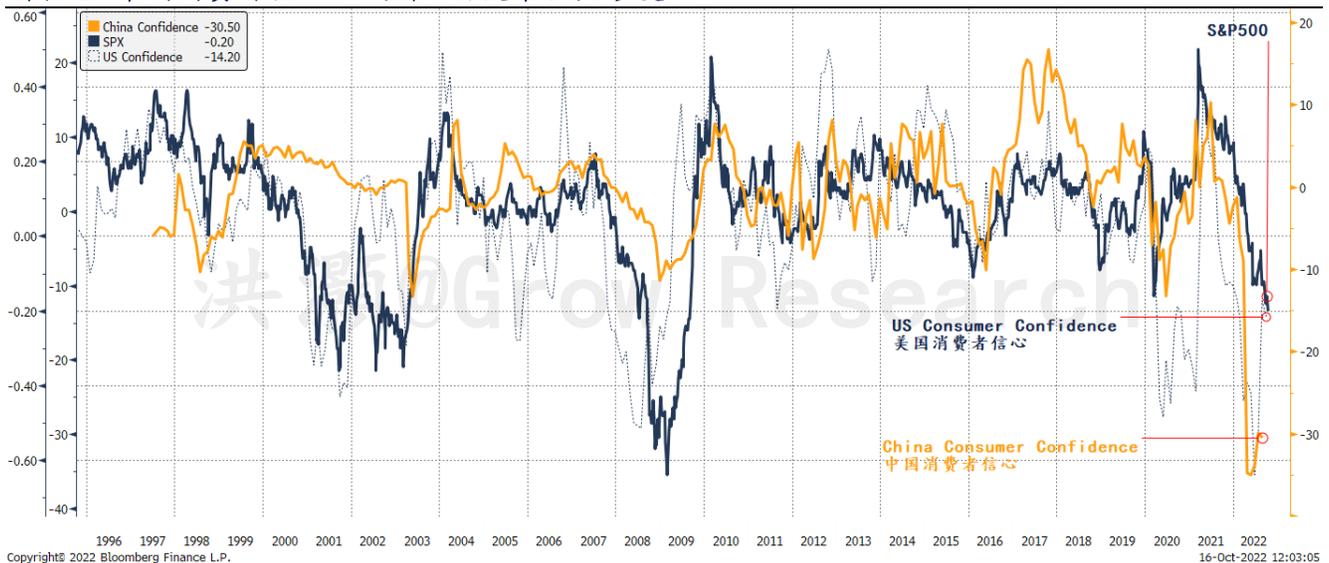
中美消费者信心似低位回升

众所周知，“信心贵如金”。但在当今这个日益交织相错的市场里，市场参与者雨凑云集、繁嚣喧嚷，谁的信心才是堪比真金？为了看清市场真实的情绪，我们调研了形形色色的市场参与者。

在我们的上篇研究报告《[拯救港股](#)》中（发表于2022年10月10日），我们探讨了美国的市场情绪如何在实际仓位依然高企的情况下却备显低迷。由此，我们认为，美股尚未见底，并很可能继续成为中国市场波动的重要来源。

上周，美股持续上演史诗级的波动行情，拖累了恒指和A股全线走低。我们预测的“孤勇者交易”的机会直到上周五才水落石出。但就整周表现而言，恒指勉强打平，而A股在短暂失守3000点关口后迅速反弹，表现更为可圈可点。

图表 1: 中国消费者信心正试图从历史最低点修复。



我们在之前的多篇研究报告已详尽论述了中美两大经济体之间的关系。因此，中美消费者信心以及美股之间的密切相关性实在不足为奇。

上周五出炉的消费者信心指数好于预期，美股再度风声鹤唳，盘中掉头反转，扶摇直下。但我们注意到，中国消费者信心正试图从其历史低点上修复（**图表 1**）。

因此，尽管我们认为美国市场由于渐行渐近的衰退风险而尚未见底，但中国消费者信心确乎预示着上周美国信心数据的好转——只不过美联储大刀阔斧的紧缩政策的影响盖过了中美信心数据里的亮点。

中国储户的收入信心也开始修复

中国央行的最新调查显示，中国城镇储户的收入信心也在回升，并与标普 500 指数走势背离。我们可以看到，尽管新冠疫情反复阴霾罩顶，储户信心从未比 2008 年全球金融危机时最低点更差（**图表 2**）。

尽管今年中国经济困难重重，市场信心也饱受冲击，但储户对于收入的信心从未跌破历史最低点，而且开始边际改善。从历史上看，中国储户收入信心与标普 500 指数高度相关，而在重要的转折点，信心往往会领先。

令人欣慰的是，中国城镇储户正试图重塑信心。尽管我们对美股继续持谨慎态度，但我们将继续观察中国储户收入信心进一步改善的迹象。暗潮奔涌，亦有星光。

图表 2: 中国储户的收入信心似在回升，开始与标普 500 指数分道扬镳。



两融交易的风险偏好有所回暖

那么中国市场上那些使用杠杆交易的激进交易员呢？这群人应该是更敏锐、消息更灵通的市场参与者。我们的数据分析显示，杠杆型交易，也就是对中国市场加了杠杆的押注正在回暖。两融交易中国市场总成交额的占比正在上升（**图表 3**）。但中国市场尚未随之而动。

图表 3: 随着两融交易成交量回升，中国市场的风险偏好正在复苏。



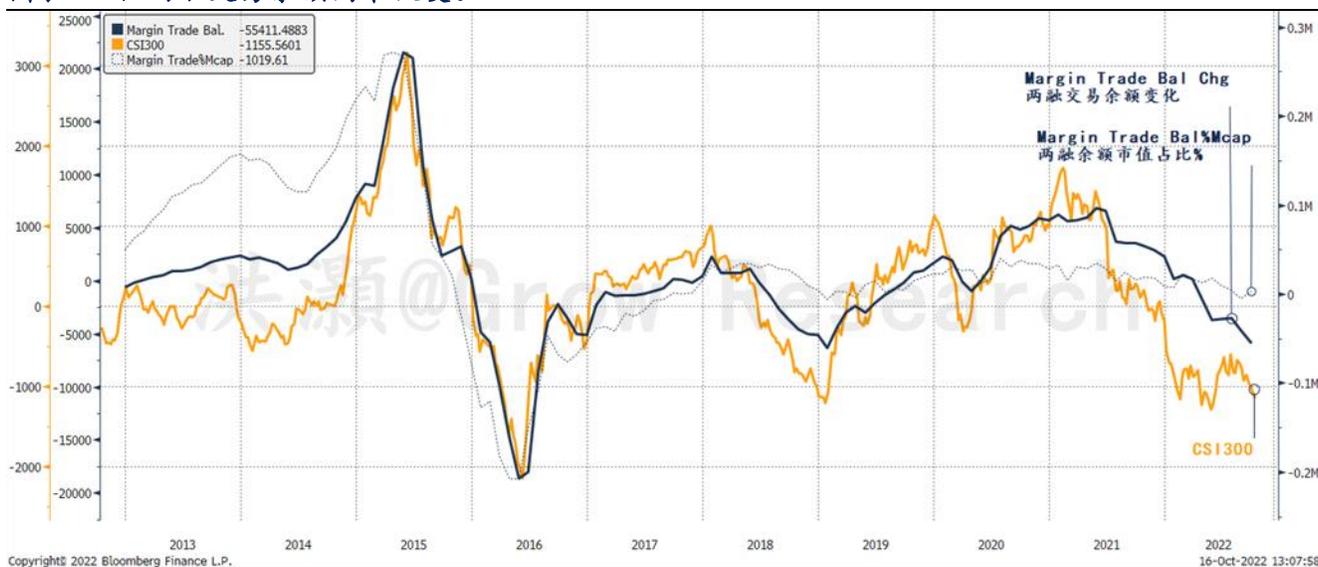
值得注意的是，该指标与中国在岸市场高度相关，并往往领先约三个月。上一次我们看到两融交易与在岸市场之间出现这种分歧还要追溯到约 2016 年年中，彼时股市泡沫破裂后，市场下挫至最低点。

在当前的周期中，我们注意到两融交易活动大跌至与 2016 年低点等量齐观的水平后开始顺势反弹。当然，无人能够保证这类激进的交易员会继续押注市场，并在形形色色的市场参与者中保持先人一步。毕竟，今年是诸多历史惯例被打破重构的一年。

但经济基本面的些许微妙变化，令两融交易员信心的复苏变得更加尽如人意。换言之，鉴于该指标往往会领先约三个月之久，今年最后一个季度将出现持续的市场波动和整固。遥想当年，在岸市场最终于 2016 年 2 月左右触底，随后在年底前不断盘整并翘翅上行。

两融交易余额也支持这种可能性。两融余额仍在下跌，表明融资融券交易员并没有加大投注，而是更频繁地交易（**图表 4**）。

图表 4: 但两融交易余额尚未恢复。



离岸汇率情绪重创

另一类对市场状况和经济基本面变化殊为敏感的交易员非外汇交易员莫属。由于离岸人民币市场通常受到较少干预，离岸市场应该更有效。因此，我们可以从汇率期权的隐含波动率中窥见蛛丝马迹，以此衡量人民币交易员情绪的变化。

有趣的是，离岸人民币的隐含波动率已飙升至与 2015 年股市泡沫破裂后 2016 年 2 月相若的水平。这一观察结果似乎与前文关于两融交易员情绪的探讨相一致（图表 5）。

值得注意的是，该指标与中国在岸和离岸市场均高度相关。如此高的预期波动率，换言之与高波动率相对应的低迷情绪，往往都是中国市场的一个反向指标——这与我们跟踪的其他市场参与者的情绪指标殊为相似。

需要再次强调的是，谁也不能保证波动性不会突破当年中国股市泡沫崩盘后的水平。上周，有报道称美股隐含波动率指数（VIX）交易异常，有大单押注波动率指数将飙升至 100 和 150。而该指数迄今的最高纪录是 2008 年底的 89。

即便如此，两融交易员风险偏好回暖的时机与市场对人民币的低迷情绪不谋而合。两者都是近期市场的好兆头。同时，这些情绪指标与信贷数据的好转和抵押补充贷款的重新扩大相得益彰，并行不悖。

图表 5: 离岸人民币隐含波动率飙升至 2016 年 2 月的水平。离岸市场情绪低迷。



结论

不同市场参与者的情绪开始好转：中美消费者信心正从低点修复，中国城镇储户的信心亦在回暖。

与此同时，两融交易员的风险偏好增强，同时交易开始活跃。这是一群先知先觉的交易员，往往领先于市场。离岸人民币交易员的低迷情绪是一个反向指标，其方向所指与两融交易员的持仓吻合。所有这些情绪指标的好转都发生在信贷环境改善的背景下。

就像 2016 年股市泡沫破灭后那般，中国市场将竭力盘整，翘翘而行。但美国仍是一个重要隐患。

附录图表 1: 股票市场各行业板块表现 (年度)

类别	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
美国标普500行业指数														
标普500行业指数	-24.8%	26.9%	16.3%	28.9%	-6.2%	19.4%	9.5%	-0.7%	11.4%	29.6%	13.4%	0.0%	12.8%	23.5%
信息技术	-33.1%	33.4%	42.2%	48.0%	-1.6%	36.9%	12.0%	4.3%	18.2%	26.2%	13.1%	1.3%	9.1%	59.9%
能源	46.1%	47.7%	-37.3%	7.6%	-20.5%	-3.8%	23.7%	-23.6%	-10.0%	22.3%	2.3%	2.8%	17.9%	11.3%
金融	-20.8%	32.5%	-4.1%	29.2%	-14.7%	20.0%	20.1%	-3.5%	13.1%	33.2%	26.3%	-18.4%	10.8%	14.8%
医疗	-12.3%	24.2%	11.4%	18.7%	4.7%	20.0%	-4.4%	5.2%	23.3%	38.7%	15.2%	10.2%	0.7%	17.1%
非必需消费品	-33.9%	23.7%	32.1%	26.2%	-0.5%	21.2%	4.3%	8.4%	8.0%	41.0%	21.9%	4.4%	25.7%	38.8%
日常消费品	-12.6%	15.6%	7.6%	24.0%	-11.2%	10.5%	2.6%	3.8%	12.9%	22.7%	7.5%	10.5%	10.7%	11.2%
公共事业	-18.3%	14.0%	-2.8%	22.2%	0.5%	8.3%	12.2%	-8.4%	24.3%	8.8%	-2.9%	14.8%	0.9%	6.8%
电信业务	-39.7%	20.5%	22.2%	30.9%	-16.4%	-6.0%	17.8%	-1.7%	-1.9%	6.5%	12.5%	0.8%	12.3%	2.6%
工业	-19.9%	19.4%	9.0%	26.8%	-15.0%	18.5%	16.1%	-4.7%	7.5%	37.5%	12.5%	-2.9%	23.9%	17.3%
材料	-24.7%	25.0%	18.1%	21.9%	-16.4%	21.4%	14.1%	-10.4%	4.7%	22.7%	12.2%	-11.6%	19.9%	45.2%
房地产	-34.9%	42.5%	-5.2%	24.9%	-5.6%	7.1%	0.0%	1.2%	26.1%	-1.5%	16.2%	7.9%	28.0%	20.8%
中国上证行业指数														
信息技术	-40.8%	-0.2%	22.5%	65.4%	-34.1%	-4.9%	-26.9%	60.0%	36.5%	46.8%	-14.1%	-39.2%	27.2%	100.4%
能源	32.6%	29.6%	-11.3%	2.4%	-26.3%	6.4%	-3.9%	-15.0%	24.0%	-33.0%	-4.3%	-23.5%	-10.9%	125.7%
金融	-17.1%	-12.7%	-3.0%	29.6%	-17.4%	23.4%	-7.3%	-9.7%	82.0%	-9.9%	20.9%	-13.9%	-26.8%	99.9%
医疗	-25.9%	-8.3%	57.4%	24.3%	-26.4%	18.2%	-11.4%	45.8%	6.3%	32.6%	10.3%	-31.2%	33.8%	88.4%
非必需消费品	-21.5%	1.6%	55.3%	15.2%	-28.8%	7.5%	-17.2%	28.5%	29.1%	12.8%	3.2%	-31.3%	-4.7%	133.0%
日常消费品	-19.7%	-6.9%	81.6%	47.5%	-19.3%	43.8%	1.1%	24.1%	15.1%	7.7%	4.5%	-22.1%	12.7%	89.9%
公共事业	-9.1%	39.4%	-3.8%	3.4%	-11.1%	-3.0%	-20.5%	6.2%	73.1%	-1.2%	3.4%	-17.2%	-16.8%	54.2%
电信业务	-10.6%	9.2%	-6.2%	29.9%	-29.8%	12.1%	-7.6%	56.0%	34.6%	30.6%	-22.8%	-38.8%	4.6%	61.1%
工业	-14.9%	14.3%	25.3%	13.7%	-23.6%	5.5%	-15.0%	10.7%	68.0%	-3.2%	-4.3%	-32.5%	-4.9%	62.9%
材料	-22.0%	15.9%	22.7%	29.0%	-30.1%	27.3%	-7.6%	-1.0%	38.9%	-24.0%	9.1%	-35.1%	-3.2%	132.8%
香港恒生行业指数														
信息技术	-40.7%	-32.3%	69.6%	23.7%	-29.6%	92.3%	18.2%	22.3%	8.9%	70.0%	36.5%	-18.6%	-7.0%	205.1%
能源	14.4%	20.5%	-33.7%	-4.1%	-2.8%	11.4%	14.3%	-31.3%	-17.3%	-16.2%	12.7%	-15.1%	16.5%	77.3%
金融	-22.0%	-6.8%	-6.9%	7.5%	-14.8%	31.2%	-3.1%	-10.0%	7.6%	3.0%	24.2%	-24.6%	-0.7%	57.8%
消费品	-33.9%	19.1%	-27.1%	51.3%	-6.5%	-10.3%	-11.1%	11.2%	10.1%	-24.3%	9.3%	116.6%	-52.6%	33.7%
消费服务	-33.9%	6.7%	-22.6%	39.7%	3.6%	-23.9%	-30.5%	40.1%	22.2%	-20.6%	25.3%	70.6%	-62.1%	50.4%
公共事业	-37.0%	17.6%	-9.4%	-0.9%	1.2%	15.7%	-7.4%	-8.1%	6.2%	13.8%	15.0%	2.8%	6.2%	15.8%
电信业务	1.5%	0.5%	-29.9%	-9.7%	-3.4%	-1.0%	-6.0%	-5.1%	11.5%	-10.2%	11.7%	2.7%	8.4%	-4.7%
工业	-46.2%	-2.8%	30.5%	21.8%	-20.9%	39.0%	-7.6%	-5.7%	5.0%	0.5%	12.0%	-44.7%	38.0%	84.3%
材料	-31.0%	9.4%	30.0%	-0.4%	-29.5%	30.5%	21.0%	-18.7%	-1.1%	-21.9%	8.1%	-42.4%	4.4%	114.7%
房地产与建筑业	-32.6%	-18.8%	-15.9%	15.7%	-10.2%	48.8%	-1.8%	-2.5%	3.1%	-9.9%	42.9%	-26.5%	4.5%	61.2%

资料来源: 彭博, 思睿研究

图表 2: 股票市场各行业板块表现 (周度)

资产类别	14/10/2022	7/10/2022	30/9/2022	23/9/2022	16/9/2022	9/9/2022	2/9/2022	26/8/2022	19/8/2022	12/8/2022	5/8/2022
美国 标普500行业指数											
标普500行业指数	-1.55%	1.51%	-2.91%	-4.65%	-4.77%	3.65%	-3.29%	-4.04%	-1.21%	3.26%	0.36%
信息技术	-3.23%	1.64%	-4.19%	-3.59%	-6.12%	3.24%	-4.98%	-5.58%	-1.71%	2.44%	1.95%
能源	-1.85%	13.86%	1.83%	-9.00%	-2.60%	0.60%	-3.31%	4.27%	0.99%	7.14%	-6.82%
金融	0.20%	1.84%	-2.43%	-5.58%	-3.81%	4.38%	-2.51%	-3.58%	-1.72%	5.45%	-0.06%
医疗	0.80%	1.30%	-1.38%	-3.38%	-2.38%	4.35%	-1.79%	-4.32%	-0.57%	1.64%	-0.70%
非必需消费品	-4.09%	-1.12%	-2.38%	-7.02%	-4.15%	5.62%	-2.66%	-4.75%	-1.58%	3.24%	1.17%
日常消费品	1.45%	-0.40%	-3.96%	-2.15%	-3.63%	1.92%	-2.38%	-3.33%	1.94%	1.20%	0.10%
公共事业	-2.58%	-2.63%	-8.81%	-3.05%	-3.82%	3.68%	-1.57%	-2.60%	1.23%	3.06%	0.38%
电信业务	-1.86%	1.47%	-3.03%	-5.10%	-6.43%	2.85%	-2.37%	-4.82%	-3.28%	4.48%	1.16%
工业	-0.56%	2.94%	-2.44%	-4.55%	-6.38%	3.39%	-3.59%	-3.45%	-1.05%	3.74%	0.56%
材料	-1.89%	2.15%	-0.73%	-5.67%	-6.65%	4.94%	-4.99%	-1.33%	-2.45%	5.14%	-1.29%
房地产	-2.36%	-4.15%	-3.95%	-6.44%	-6.48%	4.13%	-3.94%	-3.83%	-1.94%	4.10%	-1.35%
中国 上证行业指数											
信息技术	1.14%	0.00%	-3.02%	-6.60%	-3.22%	0.23%	0.26%	-6.18%	-3.04%	-2.57%	10.52%
能源	-0.70%	0.00%	-3.05%	3.22%	-6.77%	6.16%	-3.04%	6.85%	2.90%	7.88%	-2.98%
金融	-0.82%	0.00%	-2.17%	-0.67%	-2.14%	2.17%	0.28%	0.76%	-0.61%	0.86%	-1.54%
医疗	7.35%	0.00%	4.74%	-5.96%	-4.98%	-0.06%	-1.74%	-1.52%	-3.60%	-0.51%	2.76%
非必需消费品	0.69%	0.00%	-0.36%	-3.02%	-4.64%	3.04%	-2.93%	-0.39%	-0.65%	-0.08%	-3.73%
日常消费品	-3.72%	0.00%	3.26%	-0.95%	-0.62%	-1.01%	-2.82%	2.14%	-3.08%	0.07%	1.25%
公共事业	6.98%	0.00%	-3.42%	-0.70%	-7.59%	5.24%	-2.36%	0.90%	5.04%	2.93%	-2.92%
电信业务	4.39%	0.00%	-2.02%	-0.64%	-4.96%	1.34%	1.21%	-1.87%	1.50%	1.56%	-0.32%
工业	4.12%	0.00%	-3.41%	-0.75%	-5.87%	4.22%	-2.91%	-2.19%	-0.03%	1.58%	-3.18%
材料	1.25%	0.00%	-4.56%	-0.80%	-6.21%	5.72%	-4.06%	0.53%	-3.19%	3.23%	-0.68%
香港 恒生行业指数											
信息技术	-9.75%	2.76%	-2.11%	-7.06%	-4.78%	-2.64%	-2.05%	4.65%	-1.43%	-1.85%	1.39%
能源	-3.36%	4.22%	-5.72%	0.41%	-1.50%	-1.59%	-2.47%	8.88%	-1.20%	5.76%	-4.16%
金融	-4.23%	2.41%	-5.64%	-2.96%	-2.73%	0.44%	-2.54%	0.46%	-2.85%	1.03%	-0.59%
消费	-8.60%	5.35%	-3.42%	-4.23%	-0.80%	-0.53%	-5.17%	-0.22%	-0.63%	-0.08%	0.97%
公共事业	-3.72%	-0.41%	-6.37%	-3.60%	-3.80%	0.46%	-3.18%	-2.45%	2.14%	0.44%	-1.93%
电信业务	-1.30%	1.18%	-5.02%	0.18%	0.19%	-0.55%	-2.15%	-0.96%	0.58%	2.59%	1.20%
工业	-4.90%	1.75%	-6.24%	-7.16%	-4.13%	-0.44%	-7.45%	-1.30%	-1.50%	-1.35%	-1.09%
材料	-3.40%	4.10%	-7.46%	-4.37%	-5.06%	6.31%	-8.90%	3.74%	-4.05%	4.28%	-1.26%
房地产与建筑业	-5.10%	1.87%	-7.16%	-5.86%	-0.82%	4.15%	-2.78%	0.24%	0.28%	-1.28%	-1.89%

资料来源: 彭博, 思睿研究

近期报告

20221009
20220925
20220919

[拯救港股](#)
[全球最大的资产 - 尚能饭否?](#)
[佛系“破 7”](#)

法律声明

本报告由 GROW 思睿制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但 GROW 思睿及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策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，GROW 思睿及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，GROW 思睿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。

本报告署名分析师可能会不时与 GROW 思睿的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的金融工具的基本面评级或评分。

GROW 思睿的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。GROW 思睿没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。GROW 思睿可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据均仅代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。