

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152672

相关研究

- 美联储 9 月议息会议点评：通胀韧性
强，加息再加码
- 8 月经济数据超预期的背后：疫情的影响
减弱了吗？
- 社融维持低位平稳，需求疲弱压制价
格

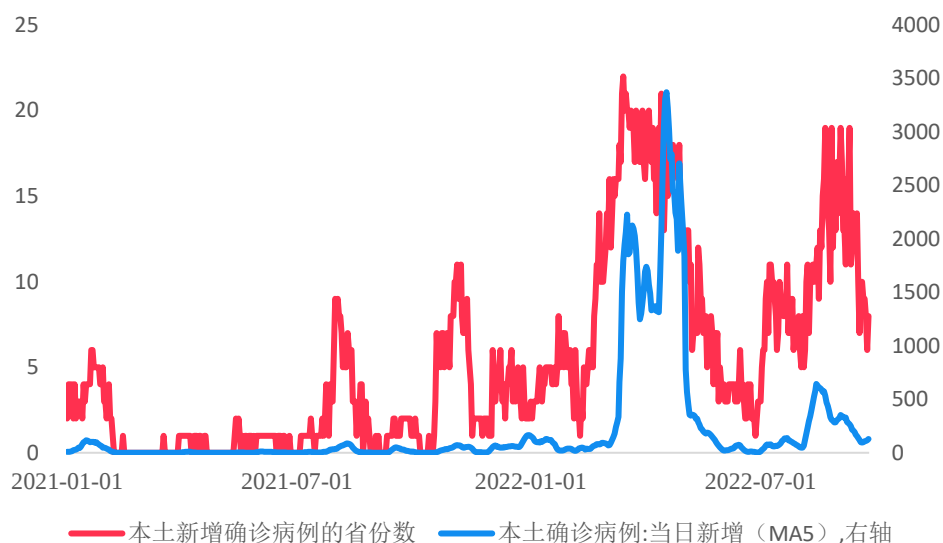
- 国内经济好转，资产价格分化。国内影响经济修复的主要因素仍然是疫情与地产，二者在边际上转好。疫情影响的深度和广度在近期有所减弱，当后续常态化核酸在全国范围内开展，有望进一步减少疫情大规模散发的可能性。7 月地产受到断贷冲击的影响看起来在消退，30 大中城市商品房成交面积近期走强，继 6 月之后再次超过 2021 年同期水平。在经济向好的同时，股债商的走势出现了分化。商品价格和债市收益率偏震荡，而 A 股近期较为疲弱，A 股周内的走弱可能与外围市场的扰动关系较大。
- 美国上调利率，市场遭受扰动。北京时间 9 月 22 日凌晨，美联储公布 9 月 FOMC 决议，单次加息 75BP，市场预计 11 月和 12 月将分别加息 75bp 和 50bp。9 月议息会议后，市场反应美联储抗击通胀的决心，美债收益率上行，并且 10 年-2 年期限利差倒挂的程度进一步加深。美债收益率的大幅变动对资产定价产生剧烈影响。道指周内跌 4%，标普 500 和纳指分别下跌 4.65% 和 5.07%。近 2 周，纳指累计跌超 10%，标普 500 跌 9%，道指跌近 8%。
- 美国加息对全球资本市场也有较大影响。美国率先加息，欧元区与英国等经济体普遍面临加息的压力，一则欧元区与英国等经济体同样面临较大的通胀压力，有调控国内需求的诉求；一则各国若不跟进美国加息，则会导致本币相对美元或其他币种贬值，有进一步输入通胀之虞。可以看到，欧元区和英国等经济体 10 年期国债收益率与美国 10 年期国债收益率走势相近，部分发展中国家如巴西，国债收益率上行超过美国。考虑到美联储加息的不确定性，资本市场的价格调整或许尚未结束。
- 后市展望。经济基本面短期在边际修复，流动性则维持中性偏松的状态。股市经历了较大幅度的回调，后续随着疫情及地产边际利好催化，有一定的反弹动量。海外资本市场走势有一定的不确定性，冲击最大的时候或已过去，但中期压力仍大。因此，以业绩为支撑的个股机会更大。中期维度看，硬科技板块仍相对占优。

风险提示：疫情超预期，稳增长政策落地不及预期，地缘政治风险升级

1 国内经济好转，资产价格分化

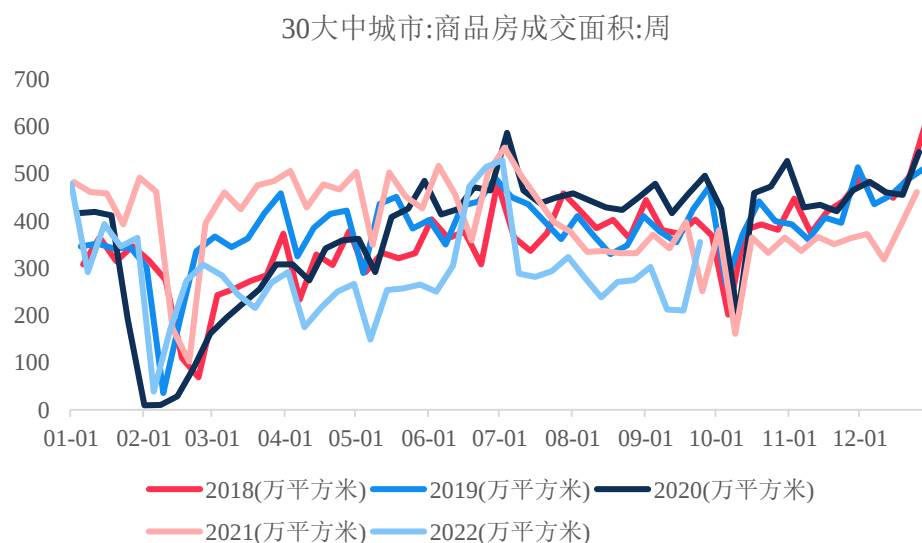
国内影响经济修复的主要因素仍然是疫情与地产，二者在边际上转好。疫情影响的深度和广度在近期有所减弱，当后续常态化核酸在全国范围内开展，有望进一步减少疫情大规模散发的可能性。7月地产遭到的断贷冲击的影响看起来在消退，30大中城市商品房成交面积近期走强，继6月之后再次超过2021年同期水平。

图 1：疫情边际好转



资料来源：Wind, 首创证券

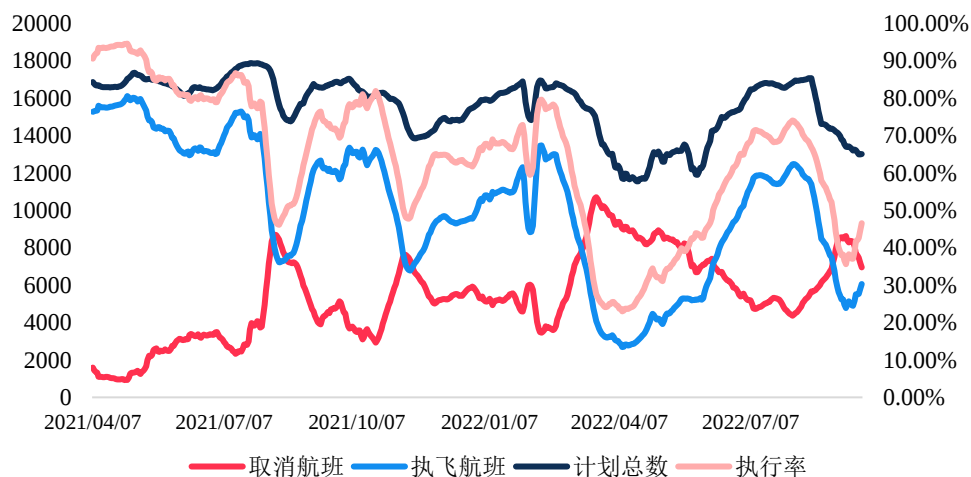
图 2：30 大中城市：商品房成交面积：周



资料来源：Wind, 首创证券

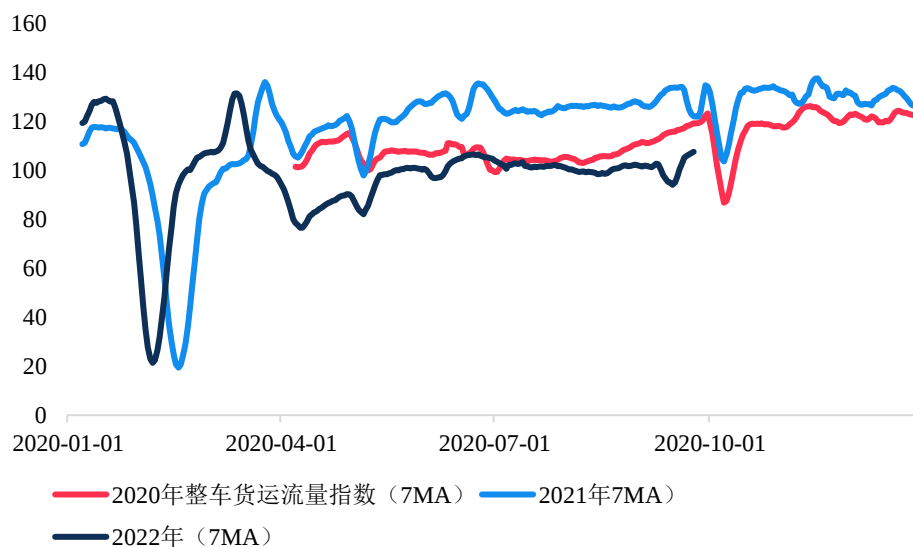
高频数据同样反映经济在好转。国内航班的执飞率和执飞数反弹，整车货运物流指数回升。此前受疫情影响严重的成都，拥堵延时指数恢复到了近几年较高的水平。

图 3：国内航班



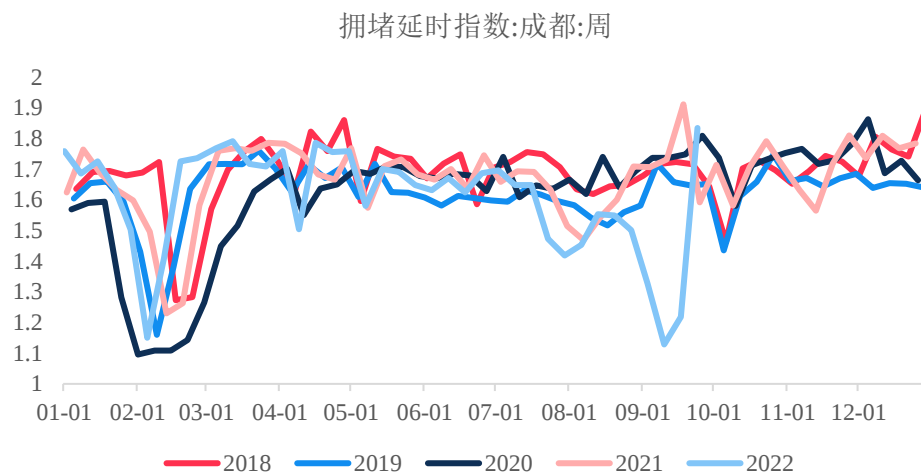
资料来源：非常准，首创证券

图 4：整车货运物流指数（截至 9 月 24 日）



资料来源：G7 物联，首创证券

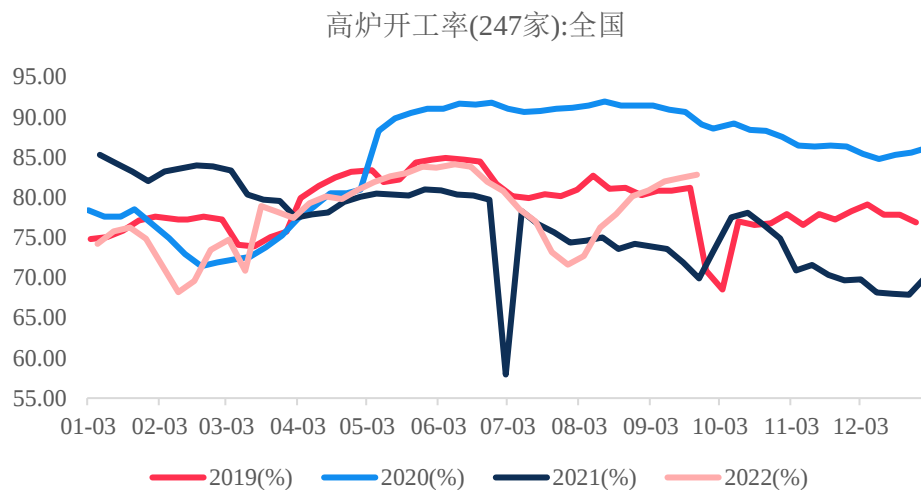
图 5：拥堵延时指数：成都：周



资料来源：G7 物联，首创证券

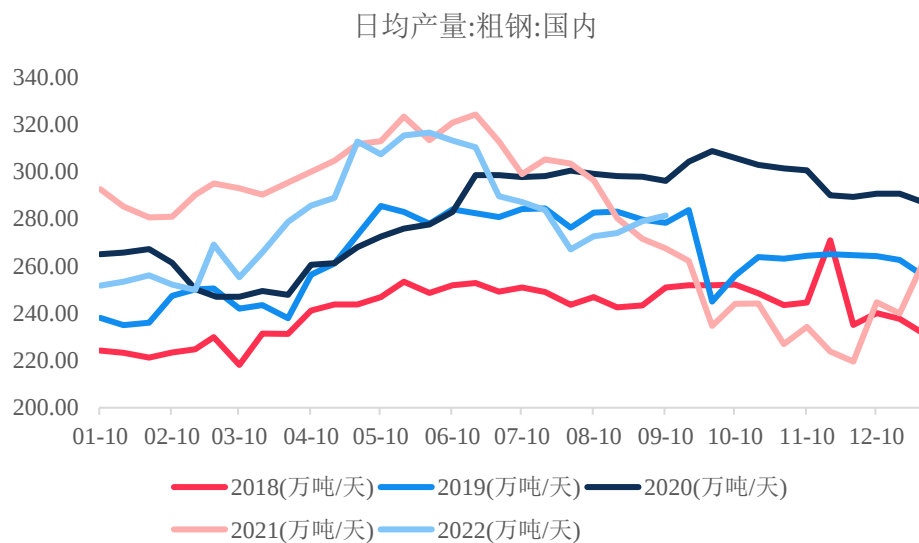
与上述高频数据指向一致，生产端的高频数据也说明经济在修复。全国高炉开工率超季节性上行，粗钢的日均产量反弹，而螺纹仍在去库，反映生产端的复苏力量较强。钢材的使用可能是基建和地产的拉动。

图 6：高炉开工率(247 家)：全国 (%)



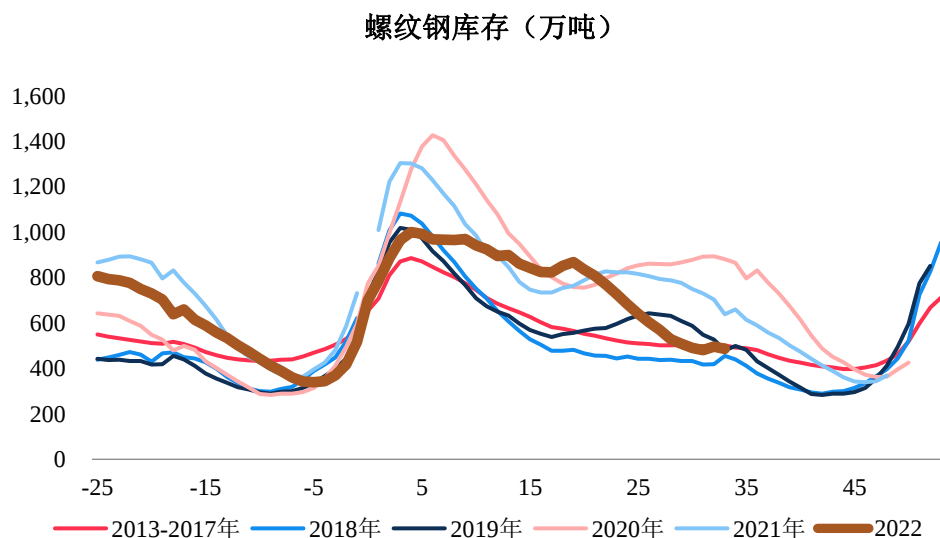
资料来源：Wind，首创证券

图 7：日均产量:粗钢:国内



资料来源: Wind, 首创证券

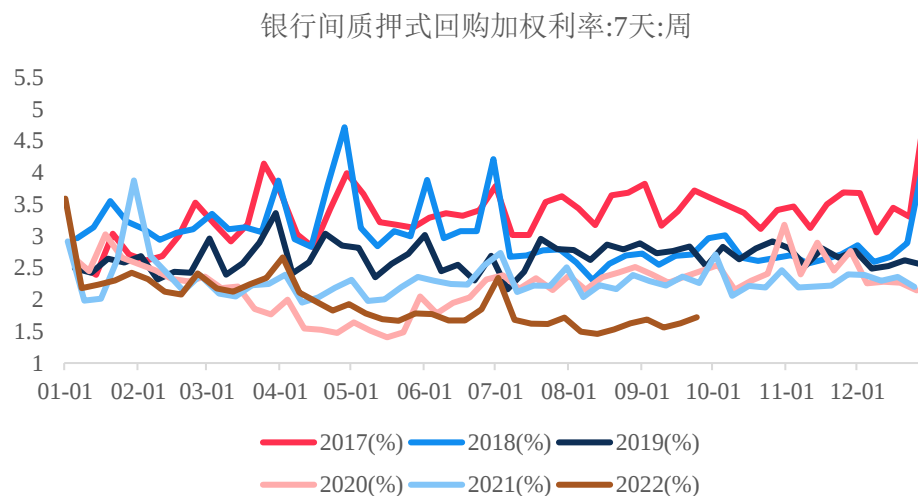
图 8：螺纹去库（万吨）



资料来源: Wind, 首创证券

此外，银行间 7 天质押式回购加权利率持续处于低位，并且在季末也没有出现明显回升，说明流动性仍然处于偏宽松的状态，在货币中性偏宽松的背景下，国股银行转贴现利率的回升反映了实体经济融资需求的好转。

图 9：银行间质押式回购加权利率：7 天：周（%）



资料来源：Wind, 首创证券

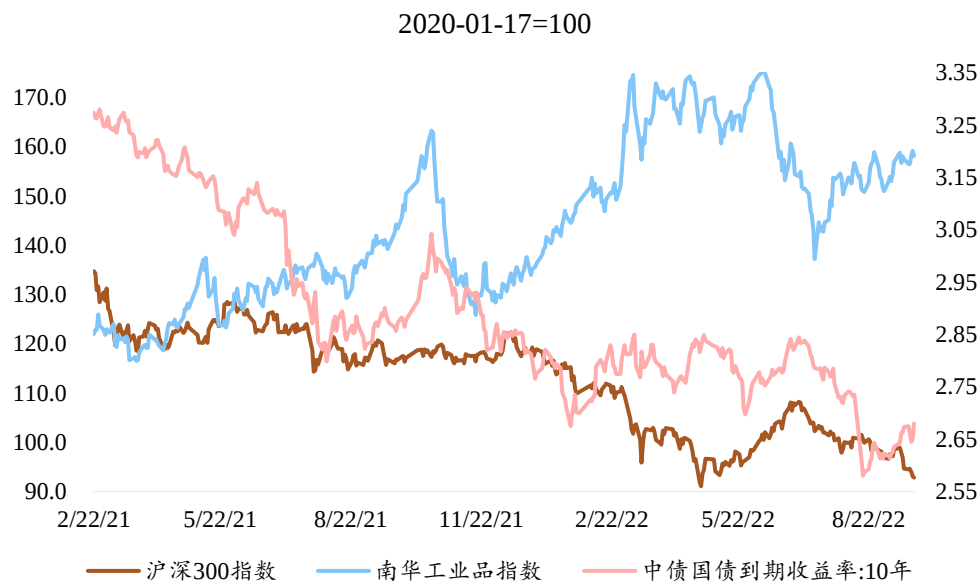
图 10：国股银行转贴现利率（%）



资料来源：Wind, 首创证券

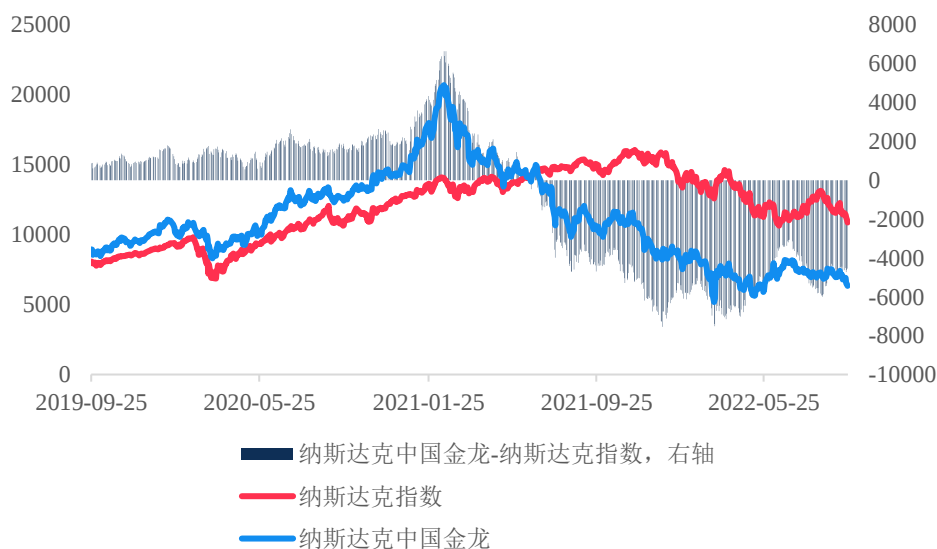
在经济向好的同时，股债商的走势出现了分化。商品价格和债市收益率走势偏震荡，而 A 股近期较为疲弱。A 股周内的走弱可能与外围市场的扰动关系较大，可以看到，上周纳指和中国金龙指数之差较为平稳。

图 11：股债商



资料来源：Wind, 首创证券

图 12：纳指和纳斯达克中国金龙指数

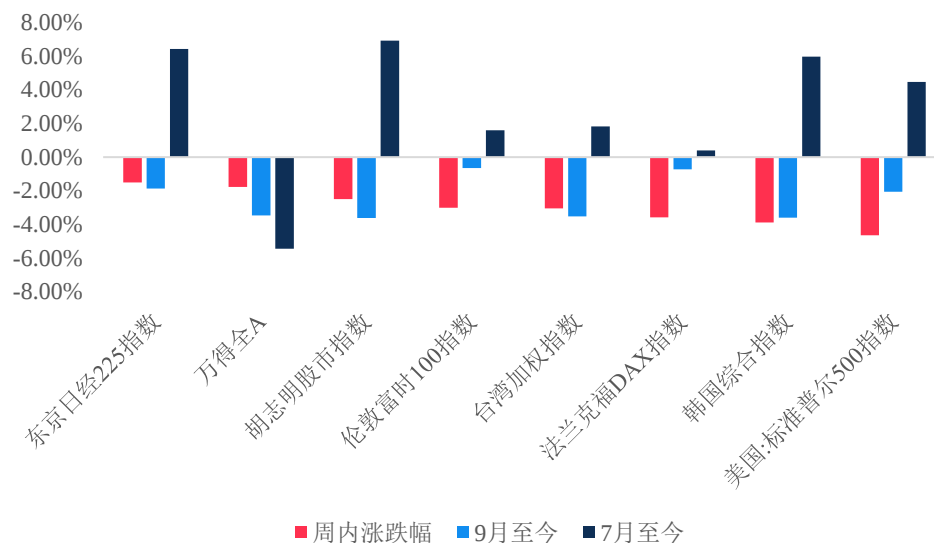


资料来源：Wind, 首创证券

横向比较，A股周内调整的幅度与海外市场相比并不算大，东京日经225指数、万得全A、胡志明股市指数、伦敦富时100指数、台湾加权指数、法兰克福DAX指数、韩国综合指数、美国标准普尔500指数周内累计分别下跌-1.50%、-1.77%、-2.49%、-3.01%、-3.04%、-3.59%、-3.89%、-4.65%。

但是从7月至今的涨跌幅来看，A股与其他股市出现了明显分化，可能是由于4月底至7月初A股的反弹点位较高，随后伴随7月疫情的散发、房地产的冲击、外围市场的扰动，A股出现了较大幅度的调整。

图 13：股市涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 首创证券

2 美国上调利率，市场遭受扰动

北京时间 9 月 22 日凌晨，美联储公布 9 月 FOMC 决议，单次加息 75BP，全年累计加息 300BP，将联邦基金利率的目标区间从 2.25%-2.50% 升至 3.00%-3.25%，延续了鲍威尔在 Jackson Hole 会议上的鹰派表态，市场预期 11 月和 12 月将分别加息 75bp 和 50bp，点阵图显示 2022 年底利率将接近 4.5%，本轮利率高点接近 4.75%。

9 月议息会议后，市场反应美联储抗击通胀的决心，美债收益率上行，并且，2 年期的国债收益率较 10 年期的国债收益率上行幅度更大，10-2 年期限利差倒挂的程度进一步加深。

图 14：美联储上调政策利率（%）

3.50
3.00

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_46514

