

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

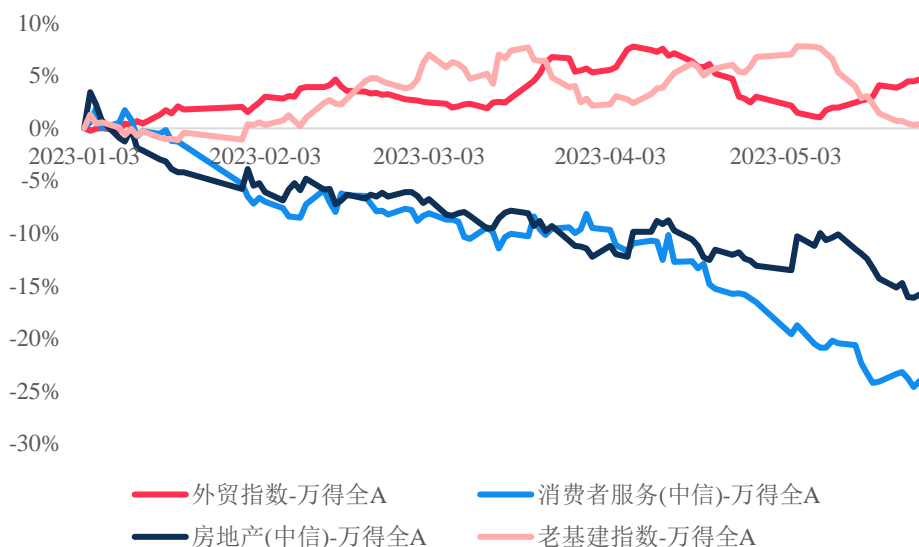
- 宏观经济周报：人民币大贬难度大，AI 板块止跌概率高
- 4 月经济数据点评：总量下行，结构分化，预期充分
- 宏观经济周报：经济回归弱现实，市场情绪谨慎

- **经济动能不足，继续保持观望。**市场对当前经济运行状况共识较强，内需不振，外需有韧性但难以持续强劲。内需中的地产和消费持续走弱，基建边际走弱，地方政府的收入下降对基建资金的支持出现隐忧，在此背景下，上周五市场关于稳增长政策的预期迅速升温。
- **预期一致，利空钝化。**今年以来，市场对经济预期经历了从强到弱的演绎，股债商走势均由上行转下行，然而，资本市场对经济数据的利空有明显钝化的迹象。10 年国债收益率维持低位震荡，南华工业品价格指数跌势放缓，股市缩量下跌，这可能意味着市场对经济的预期的较为一致。上周五随着稳增长预期升温，市场开始博弈政策变化，股、商价格小幅企稳，债市收益率上行。
- **留意反弹，等待触发。**在经济转好的预期形成之前，市场将维持阴跌或震荡状态，因此保持观望为占优策略，同时需要留意市场存在一定的反弹机会，一旦触发因素出现，从股债之间的横向比较、债市内部的横纵比较来看，A 股可能处于中性略占优的位置。
- **后市展望。**短期看，经济整体弱势难以大幅变化，基本面的好转可能需要等到 8 月之后。在此之前，市场将维持阴跌或震荡状态，因此保持观望为占优策略。但同时需要留意市场存在一定的反弹机会。这可能有两个触发因素：1) 有相关稳增长政策出台，形成预期差；2) 超预期的转弱使得市场放量下跌。
- **风险提示：**疫情发展超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

1 经济动能不足，继续保持观望

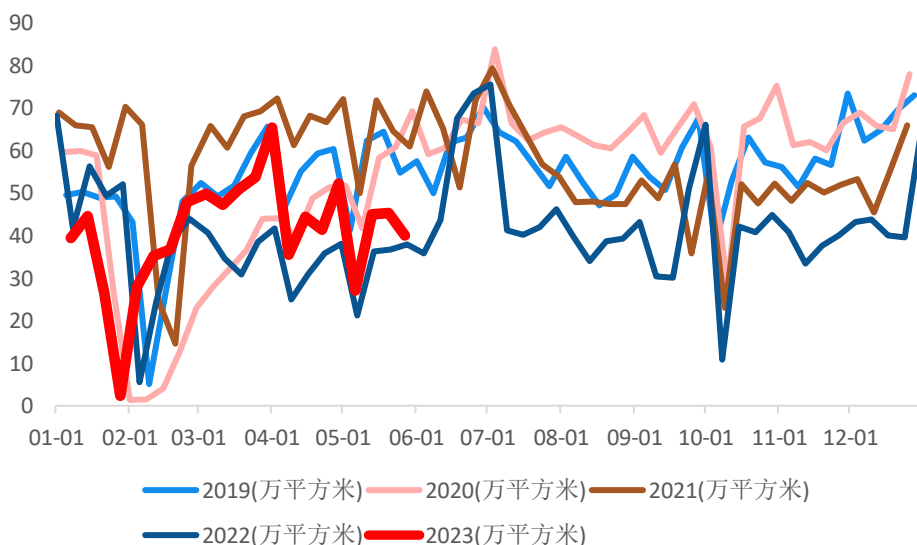
市场对当前经济运行状况共识较强，内需不振，外需有韧性但也不会持续很强。内需中的地产和消费持续走弱，基建边际走弱，地方政府的收入下降对基建资金的后续支持存隐忧，在此背景下，上周五市场关于稳增长政策的预期迅速升温。

图 1：市场反应内需不振，外需好转



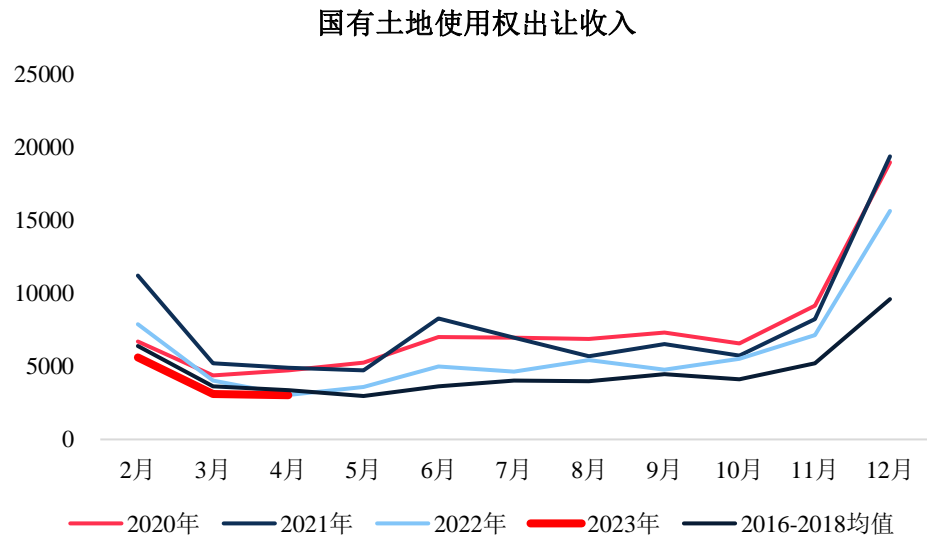
资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图 2：30 大中城市商品房成交面积



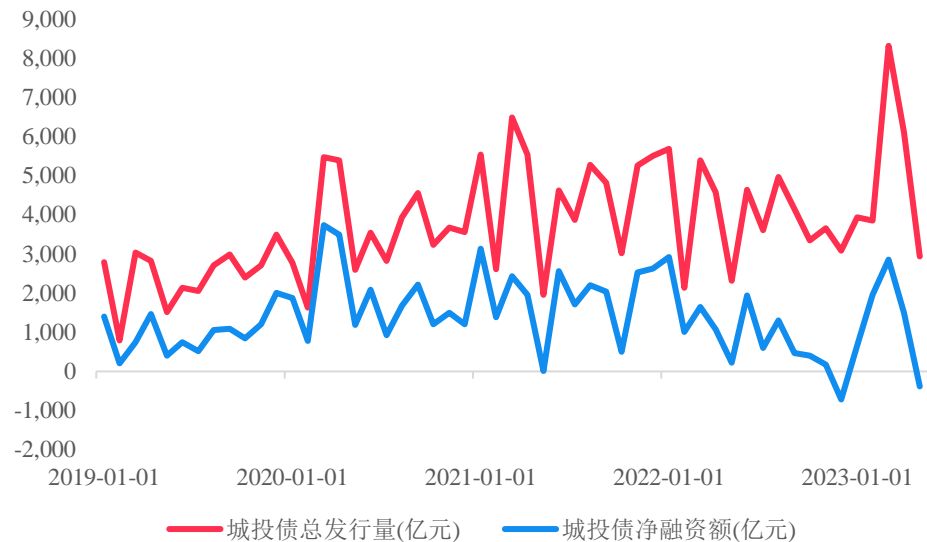
资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图 3：国有土地使用权出让收入（亿元）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图 4：城投债融资

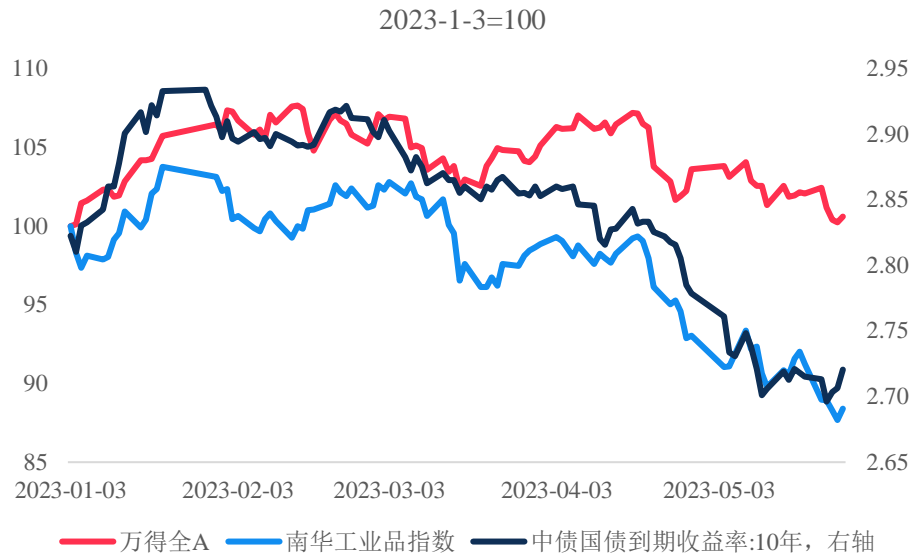


资料来源：wind, 首创证券研究发展部

2 留意反弹，等待触发

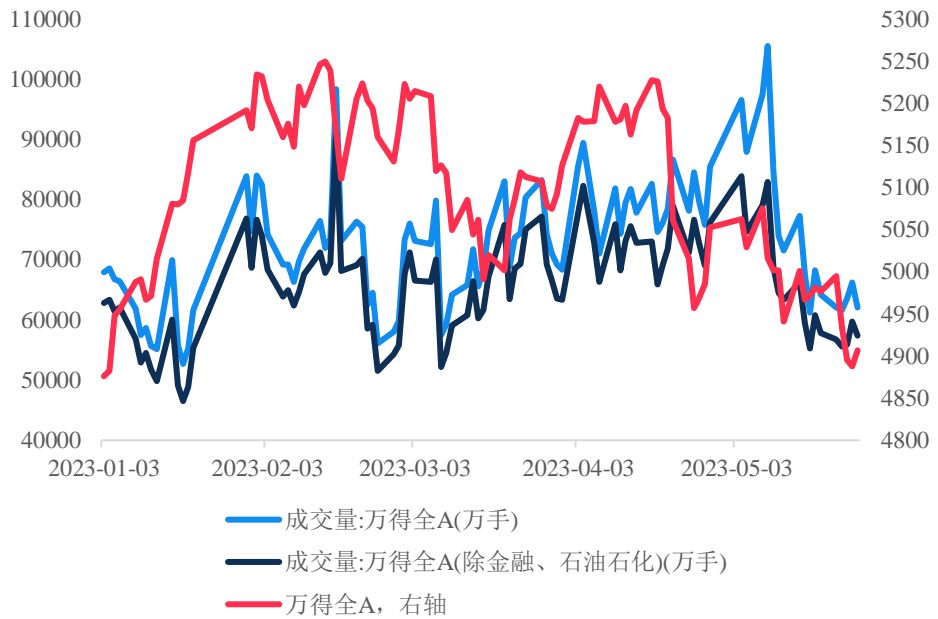
今年以来，市场对经济预期经历了从强到弱的演绎，股债商均由上行转下行，然而，资本市场对经济数据的利空有明显钝化的迹象。10 年国债收益率维持低位震荡，南华工业品价格指数跌势放缓，股市缩量下跌，这可能意味着市场对经济预期的共识较强。上周五，随着稳增长预期升温，市场开始博弈政策变化，股、商价格小幅企稳，债市收益率上行。

图 5：股债商走势（%）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

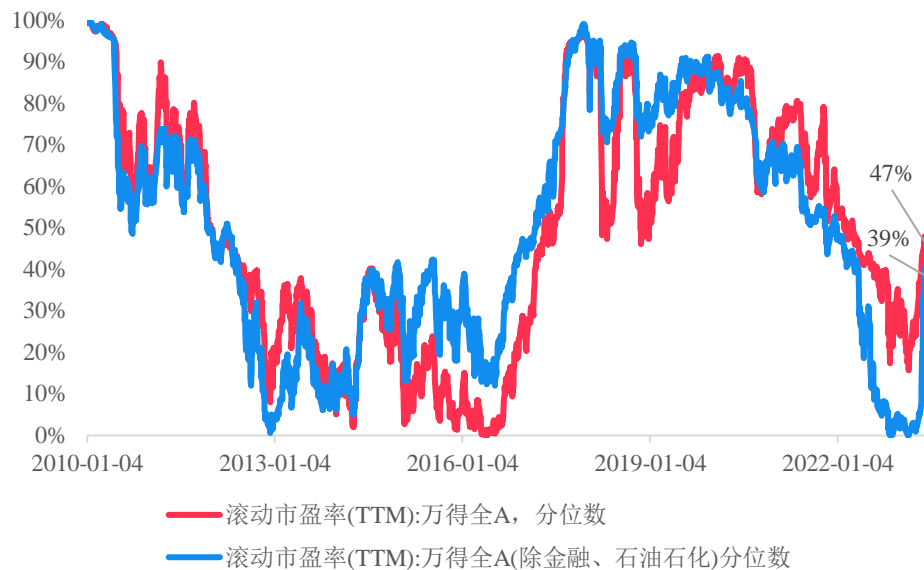
图 6：万得全 A 缩量下跌（%）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

从所处位置来看，A 股 PE 分位数已然不低，万得全 A 和万得全 A（除金融、石油石化）滚动市盈率分位数分别为 47%和 39%，万得全 A 滚动市盈率基本回到了中位数水平。

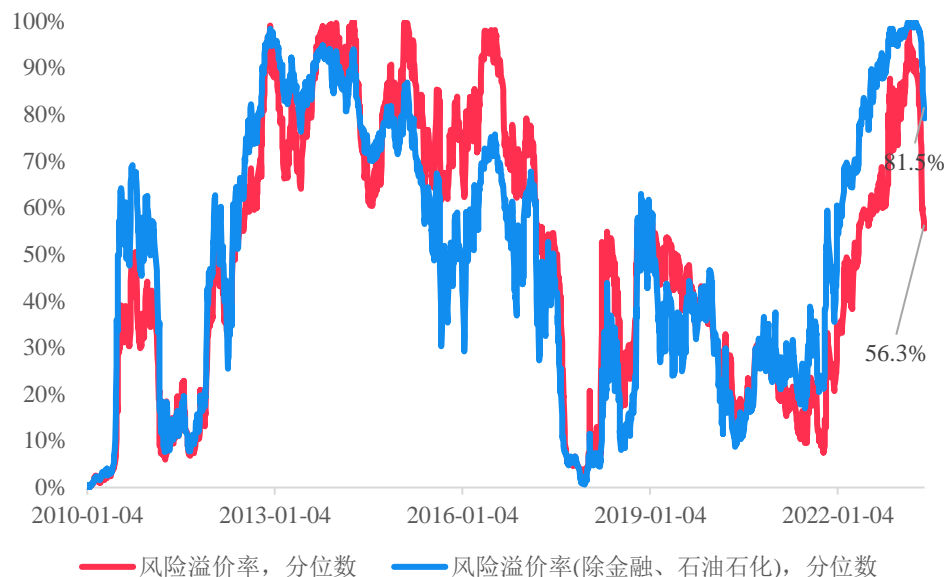
图 7: A 股 PE 分位数不算低 (%)



资料来源: wind, 首创证券研究发展部

但从股债性价比看, A 股的性价比仍然高于 10 年期国债, 万得全 A 和万得全 A (除金融、石油石化) 的风险溢价率, 所处分位数分别为 56.3% 和 81.5%, 均在偏高位置, 特别是万得全 A (除金融、石油石化) 的风险溢价率分位数超 80%, 体现了较高的股债性价比。

图 8: A 股风险溢价率处于偏高位置



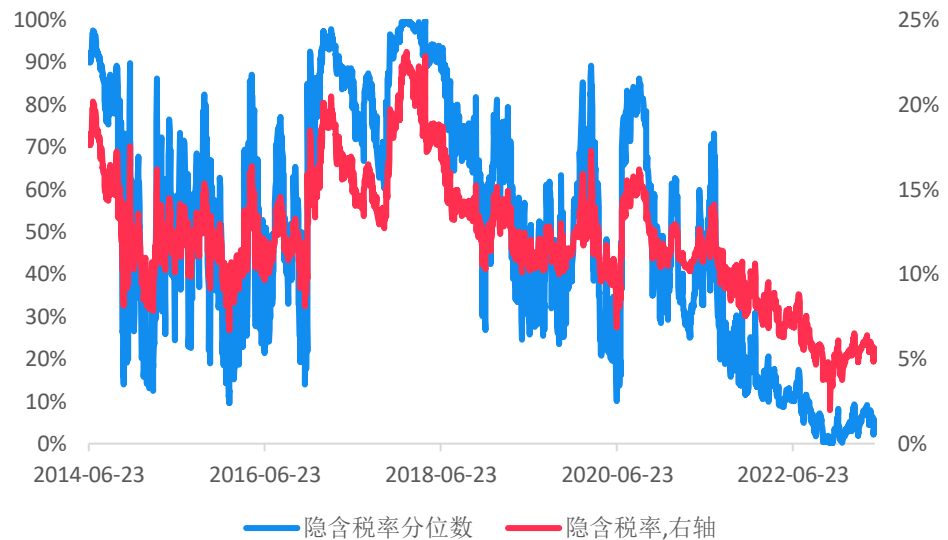
资料来源: wind, 首创证券研究发展部

注: 风险溢价率 = $(1/PE) - r$

债市内部来看, 能挖掘的空间似乎业已有限, 政策性金融债的价格也不低。10 年

期国开收益率和 10 年期国债收益率计算的隐含税率，分位数处于历史极低水平，说明政策性金融债的收益率相对于国债收益率的利差处于很低的水平。

图 9：隐含税率处于历史低位

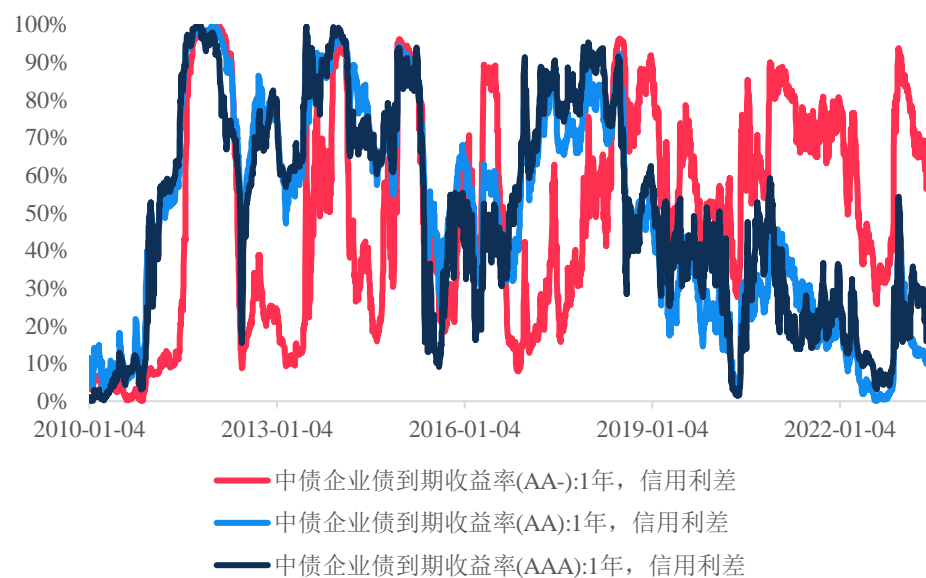


资料来源：wind, 首创证券研究发展部

注：隐含税率 = (政策性金融债收益率 - 国债收益率) / 政策性金融债收益率

高等级信用债的价格同样不低。中债企业债到期收益率(AA-)、中债企业债到期收益率(AA)、中债企业债到期收益率(AAA)信用利差的分位数，分别处于 56.3%、10.0% 和 15.9%，可见高等级信用债的收益率相对已经不低，低等级信用债似乎有进一步挖掘的空间，但在经济下行背景下可能面临较大风险。

图 10：高等级信用债利差压缩



资料来源: wind, 首创证券研究发展部

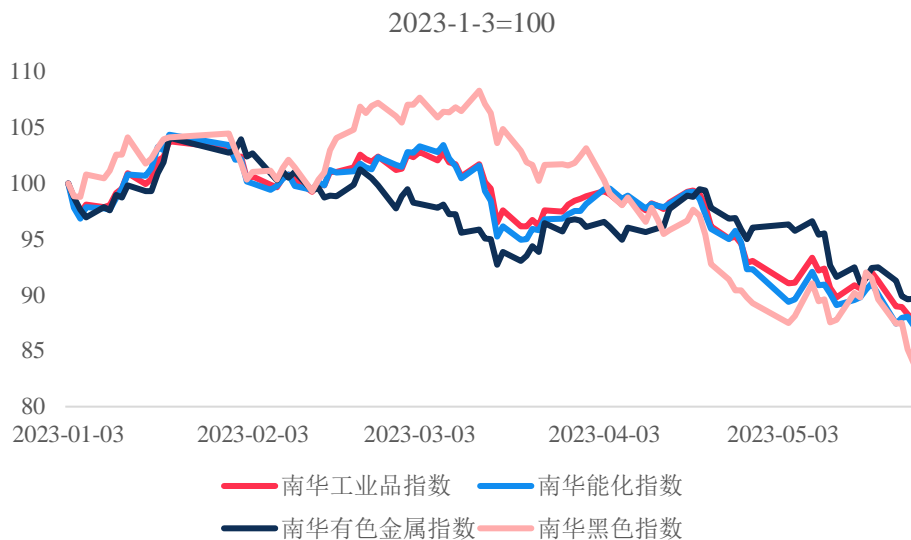
注: 信用利差=信用债收益率-国债收益率

综上, 在经济转好的预期形成之前, 市场将维持阴跌或震荡状态, 因此保持观望为占优策略, 同时需要留意市场存在一定的反弹机会, 一旦触发因素出现, 从股债之间的横向比较、债市内部的横纵比较来看, A股可能处于中性略占优的位置。

3 宏观数据扫描：经济弱复苏

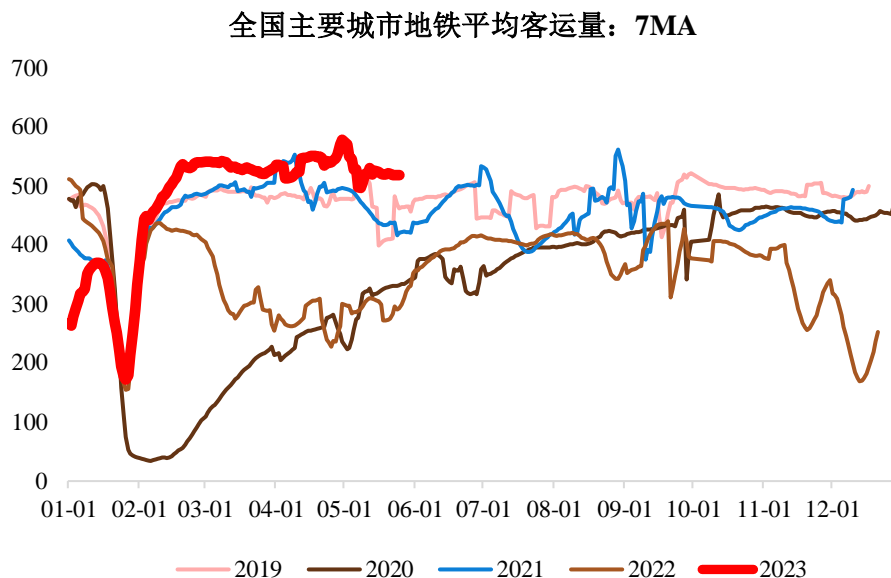
高频数据显示国内经济继续弱复苏, 人民币表现较弱。海外方面, 美债与美股略有分化, 可能反映了美国债务上限对债市的短期扰动以及美国经济持续超预期。

图 11: 南华商品指数 (%)



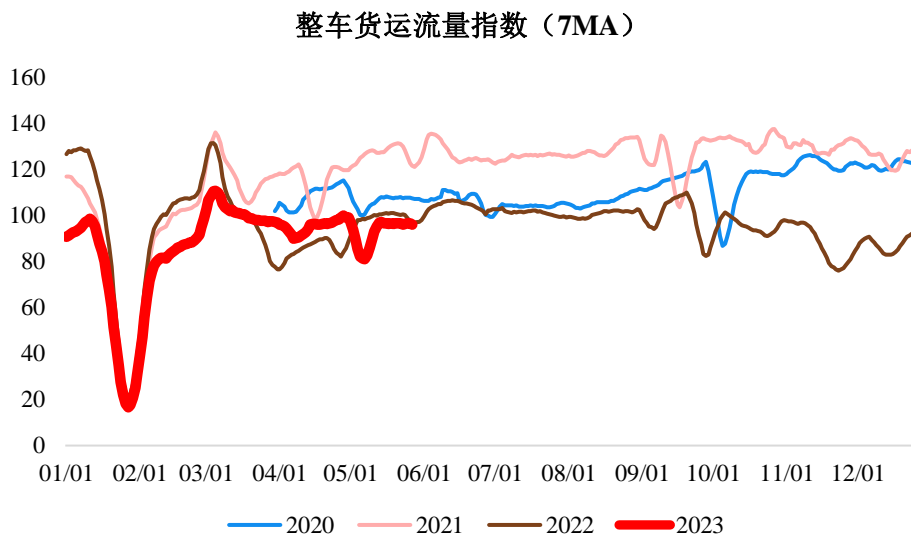
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 12：全国主要城市地铁平均客运量：7MA（万人次）



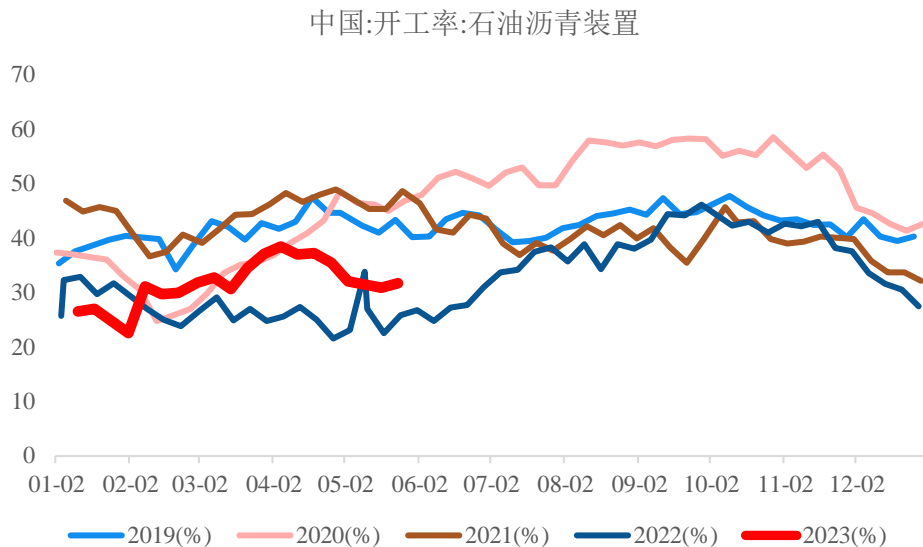
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 13：整车货运流量指数（7MA）



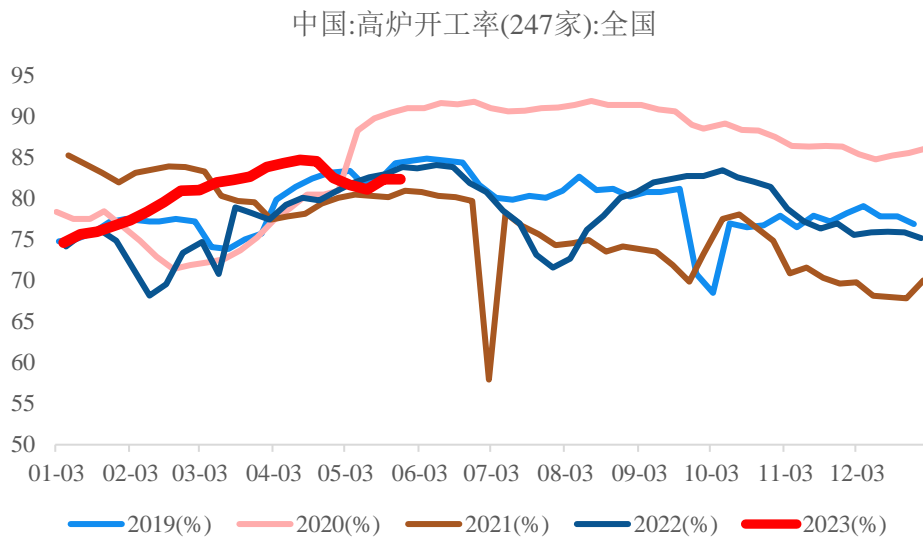
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 石油沥青装置开工率 (%)



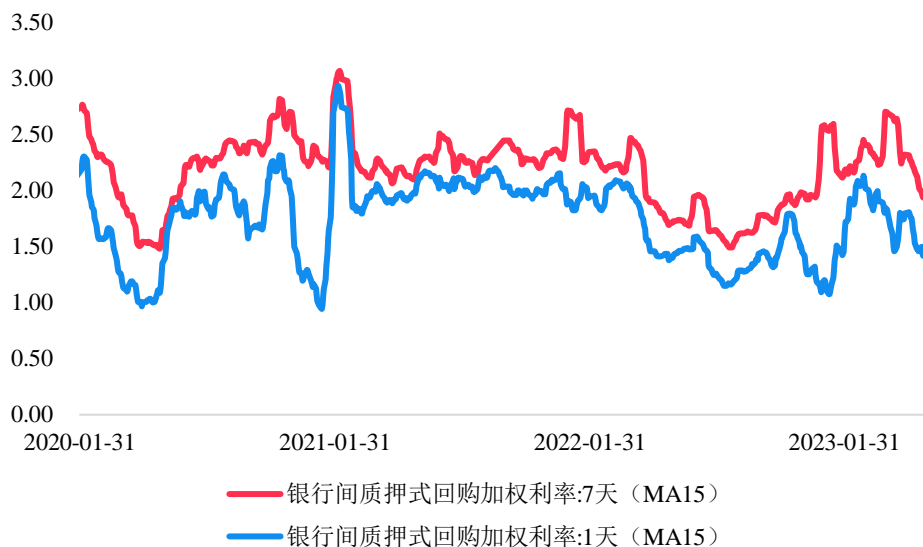
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 高炉开工率 (247 家) (%)



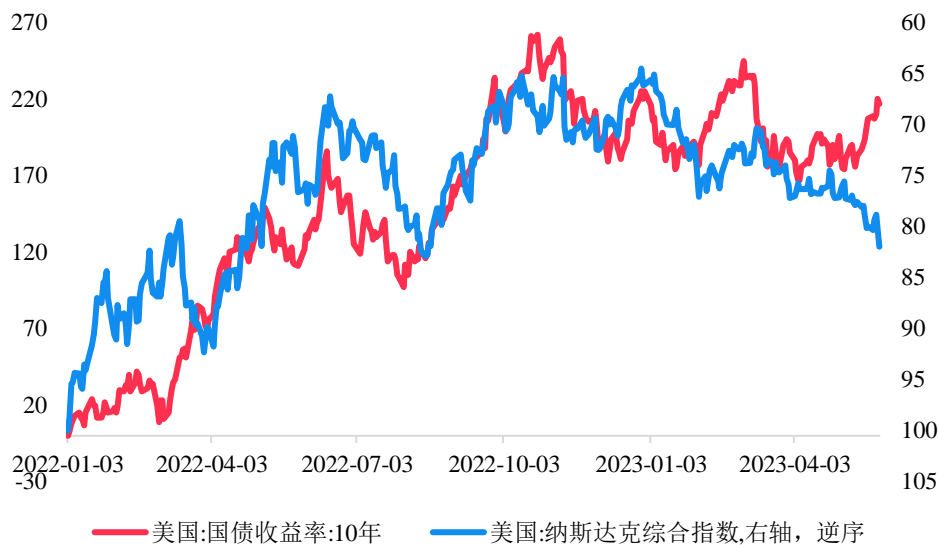
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 16: 银行间质押式回购加权利率:7 天 (MA15) (%)



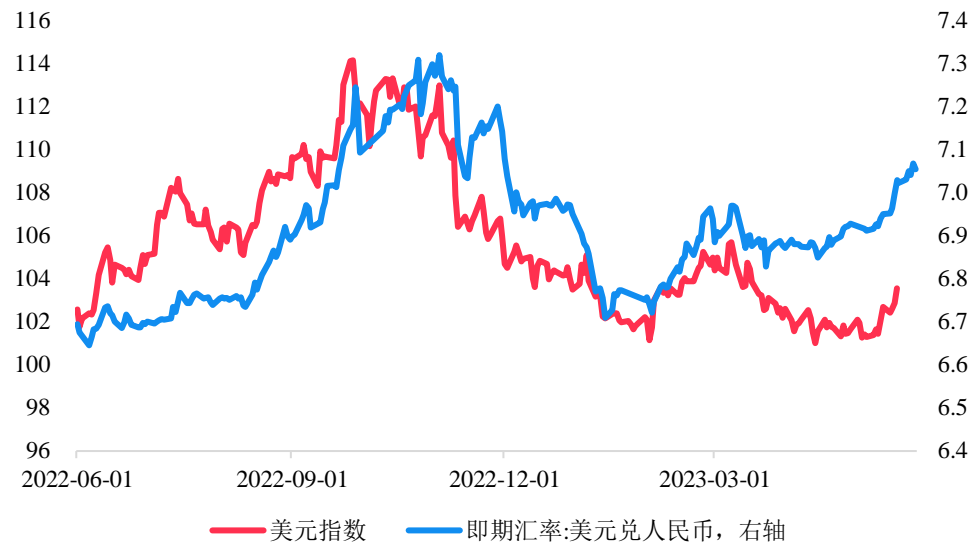
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 17: 美债美股略有分化 (MA15) (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 18：人民币继续走弱



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

短期看，经济整体弱势难以大幅变化，基本面的好转可能需要等到 8 月之后。在此之前，市场将维持阴跌或震荡状态，因此保持观望为占优策略。但同时需要留意市场存在一定的反弹机会。这可能有两个触发因素：1) 有相关稳增长政策出台，形成预期差；2) 超预期的转弱使得市场放量下跌。中期看，经济温和复苏。

5 风险提示

疫情发展超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现