

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

杨亚仙
分析师
SAC 执证编号：S0110522080001
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-81152627

相关研究

- 宏观经济周报：修复仍需时间，继续观望等待
- 6月PMI数据点评：下行速率放缓，复苏仍需等待
- 宏观经济周报：端午热度下滑，外部不确定性抬升

- 上周股债商的走势整体维持震荡，短期逻辑没有太大变化。国内经济基本面仍保持弱势平稳的状态，有喜有忧。随着暑假的来临，出行数据好转，执行航班量有明显回升，地铁客运量保持上行；旅游出行的火爆带来了酒店价格的超季节性上升，预计七八月暑期游热潮仍会持续，旅游消费或出现好转。但房地产市场依然低迷，整体销售仍然不振，居民信心尚未恢复。经济整体复苏力度不强，股债汇走势均与海外相关资产形成明显差异，大类资产价格与海外价格的背离处于历史较高水平。
- 房地产市场弱势延续，销售仍然不振。30大中城市商品房成交面积持续处于历史低位水平，水泥价格指数跌势未止。中国远洋的债券价格大幅跳水叠加相关高管的变故，市场对房地产民企的担忧有所加重。但也有一些积极的边际变化，如条件早偿率指数有所回落，居民提前还款的情绪会或有一定平复。同时一线城市二手房挂牌价在经历了2个月的急跌后，有低位企稳的迹象。
- 7月6日，国务院召开经济形势专家座谈会，听取专家学者对当前经济形势和做好经济工作的意见建议，引起市场热议。“及时出台、抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施”意味着大规模刺激可能性很小。由于市场对此预期充分，影响不大。
- 如果美股不明显下跌，短期A股下跌的空间不大，上行概率更高。这是因为，A股与美股的背离与2022年两次极端事件期间的背离相当。市场当前对经济下行及政策博弈的预期较足，建议观望等待，8月后经济可能的阶段性好转或许能给股市带来一些机会。值得关注的风险是房地产的持续低迷。一线城市房价在急跌之后略有企稳。尽管中期大幅下跌的概率较小，但短期螺旋式下跌的风险仍然值得关注。

风险提示：政策不及预期，地缘政治变化超预期

1 经济弱势平稳

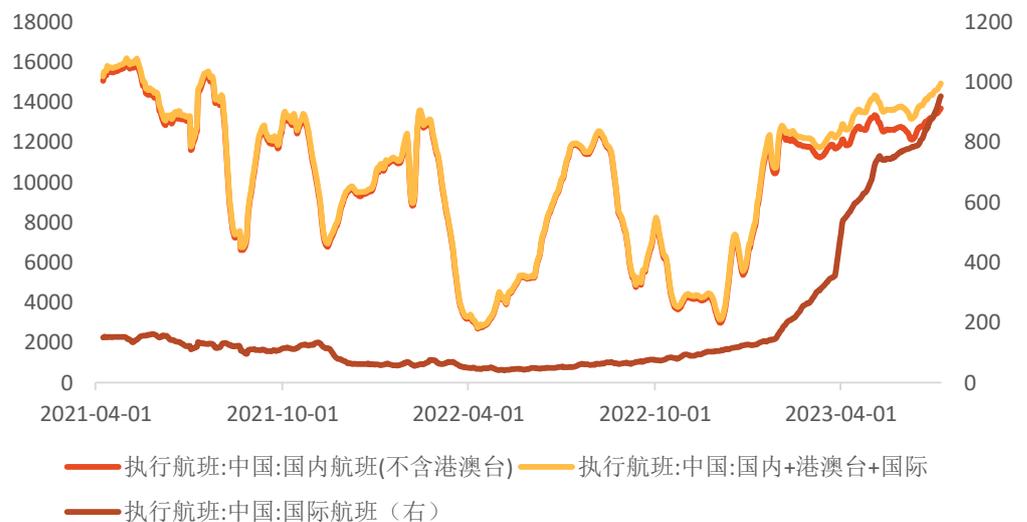
上周股债商的走势整体维持震荡，短期逻辑没有太大变化。国内经济基本面仍保持弱势平稳的状态，有喜有忧。随着暑假的来临，出行数据好转，执行航班量有明显回升，地铁客运量保持上行；旅游出行的火爆带来了酒店价格的超季节性上升，预计七八月暑期游热潮仍会持续，旅游消费或出现好转。但房地产市场依然低迷，整体销售仍然不振，居民信心尚未恢复。经济整体复苏力度不强，股债汇走势均与海外相关资产形成明显差异，大类资产价格与海外价格的背离处于历史较高水平。

图 1：股债商走势（右：%）



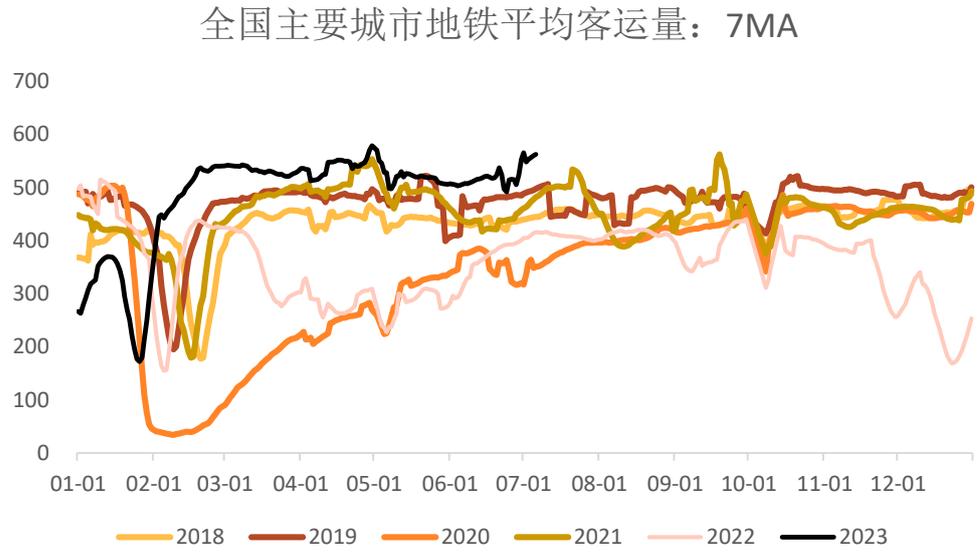
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 2：执飞航班量高位延续（架次）



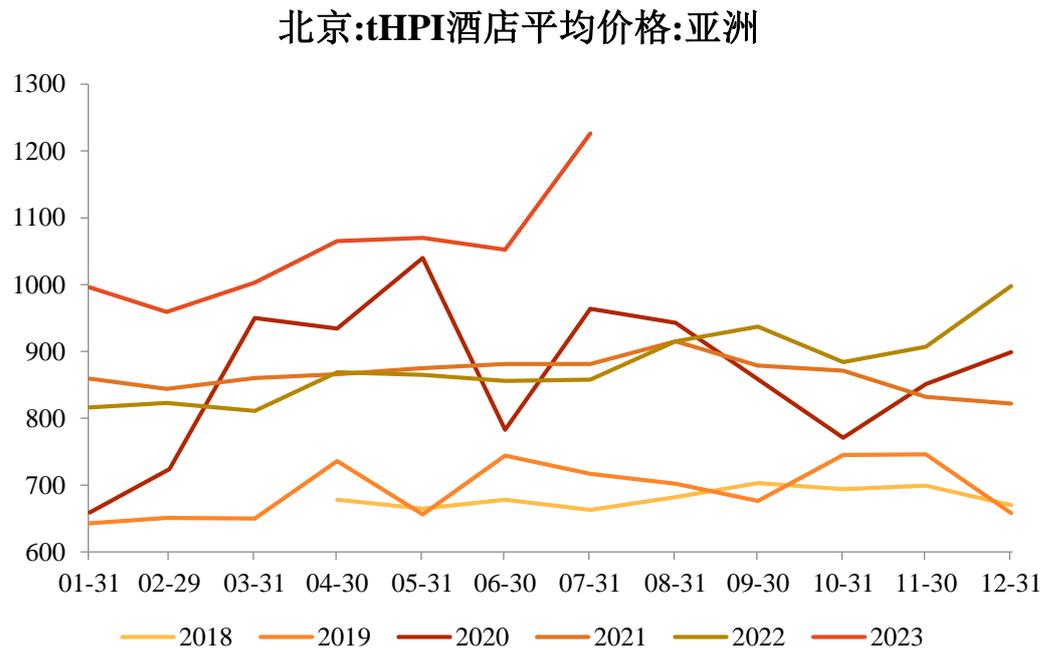
资料来源：Wind, 飞常准, 首创证券研究发展部

图 3：地铁平均客运量保持上涨（万人次）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：北京:tHPI 酒店平均价格:亚洲（元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 5：中美股市&汇市的背离持续扩大



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：以 2023 年一季度美元指数和人民币汇率的关系预测人民币汇率的模拟值，同理根据标普 500 指数计算沪深 300 指数的模拟值。

图 6：中美利差扩大（%）

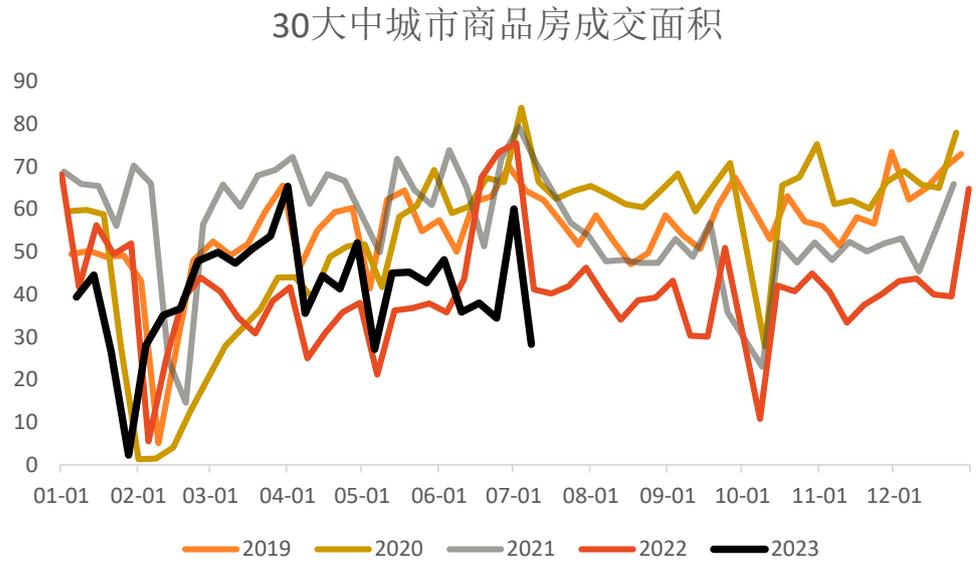


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 房地产市场依旧低迷

房地产市场弱势延续，销售仍然不振。30 大中城市商品房成交面积持续处于历史低位水平，水泥价格指数跌势未止。中国远洋的债券价格大幅跳水叠加相关高管的变故，市场对房地产民企的担忧有所加重。

图 7：商品房成交面积下行，仍远低于同期平均水平（万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 8：水泥价格指数



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 9：远洋集团债券价格大幅下挫



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

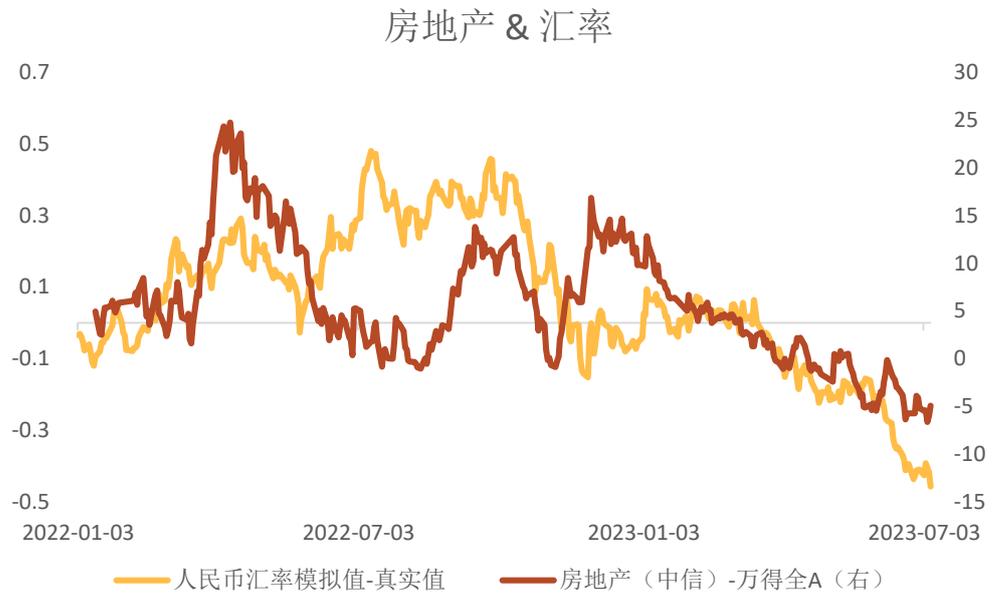
房地产市场的疲软或是经济低位震荡的主要拖累因素，经济修复不及预期，资产价格均有所反映。中信房地产行业指数相对万得全 A 的超额收益快速下行，与国债收益率的下行和人民币的贬值有一定的同步性。

图 10：房地产与债市走势有一定的相关性（左：%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11: 房地产与汇率的偏离有一定的相关性 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

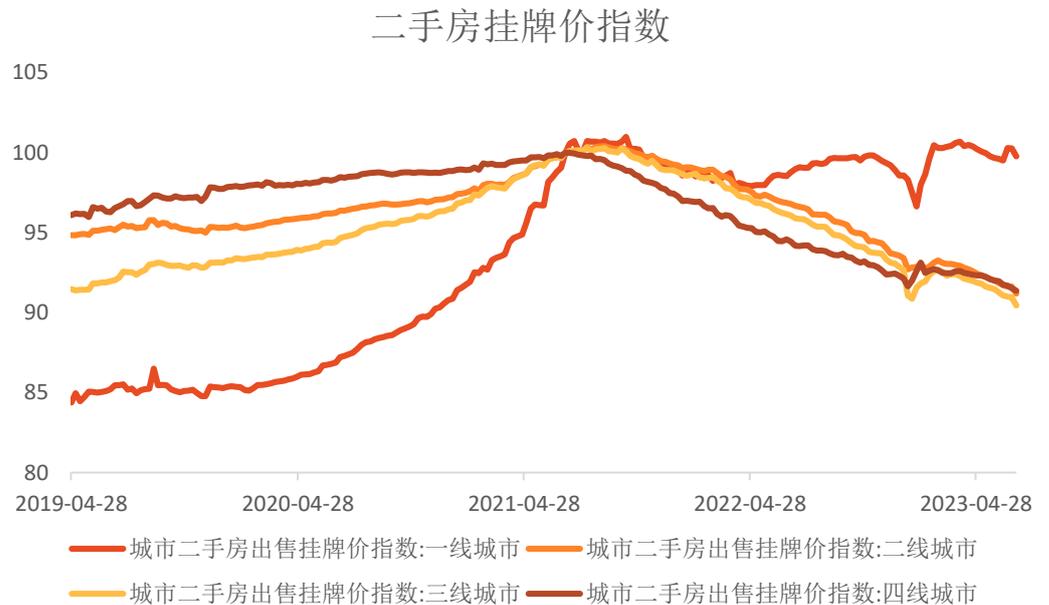
但房地产市场也有一些积极的边际变化,如条件早偿率指数有所回落,居民提前还款的情绪会或有一定平复。同时一线城市二手房挂牌价在经历了2个月的急跌后,有低位企稳的迹象。

图 12: 提前还款率有所回落



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13：二手房挂牌价指数



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：2021-7-3=100

3 政策或较为温和

7月6日，国务院召开经济形势专家座谈会，听取专家学者对当前经济形势和做好经济工作的意见建议，引起市场热议。

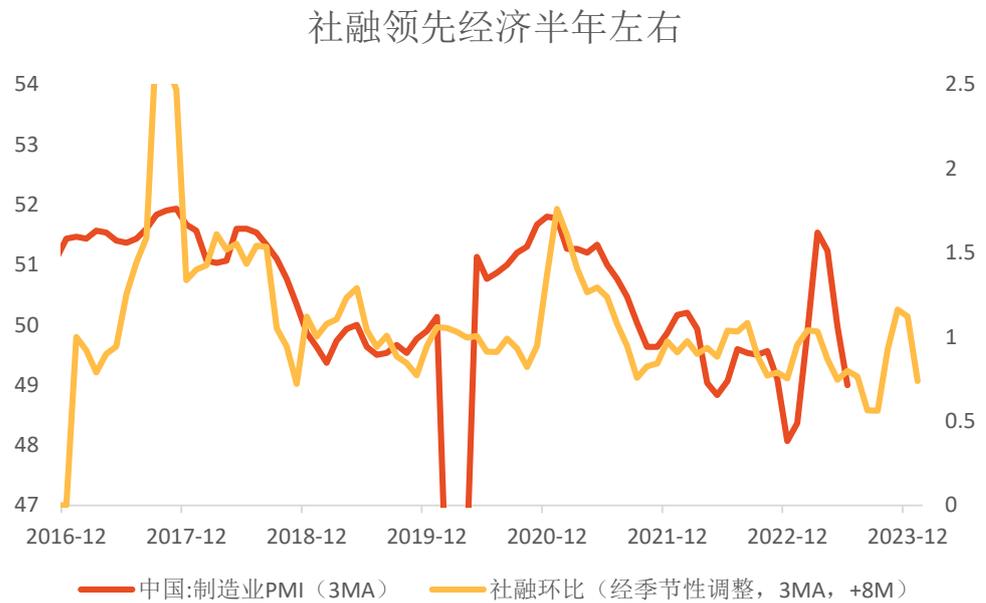
会议指出，我国正处在经济恢复和产业升级的关键期，结构性问题、周期性矛盾交织叠加。实现经济运行持续整体好转、推动高质量发展取得新突破，必须坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，努力推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。要注重打好政策的“组合拳”，围绕稳增长、稳就业、防风险等，及时出台、抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施。要注重把握转型的“窗口期”，围绕高质量发展这一首要任务，聚焦现代化产业体系建设、全国统一大市场建设、区域协调发展等，在转方式、调结构、增动能上下更大功夫。要通过增强工作的互动性来增强决策的科学性，建立健全政府与民营企业、外资企业等各类企业的常态化沟通交流机制，深入了解新情况新问题，及时改进政策举措，进一步提振信心、稳定预期。

“及时出台、抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施”意味着大规模刺激可能性很小。由于市场对此预期充分，影响不大。

4 后市展望

如果美股不明显下跌，短期A股下跌的空间不大，上行概率更高。这是因为，A股与美股的背离与2022年两次极端事件期间的背离相当（见图5）。市场当前对经济下行及政策博弈的预期较足，建议观望等待，8月后经济可能的阶段性好转或许能给股市带来一些机会。值得关注的风险是房地产的持续低迷。一线城市房价在急跌之后略有企稳。尽管中期大幅下跌的概率较小，但短期螺旋式下跌的风险仍然值得关注。

图 14: 经济或在 8 月以后有阶段性好转



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

5 风险提示

风险提示: 政策不及预期, 地缘政治变化超预期

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。

杨亚仙，研究助理，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11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