

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：短期继续乐观
- 宏观经济周报：政策超预期，短期可以乐观一些
- 二季度货币政策报告点评：稳地产，稳汇率

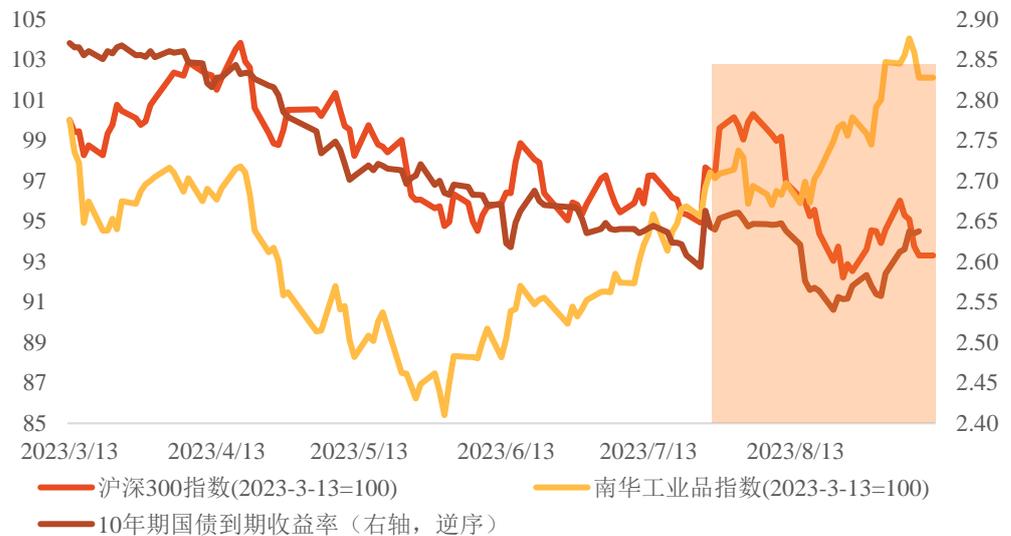
- 上周市场受海外市场和政策落地效果的双重影响，走势转弱。短期内美国经济延续韧性，油价大幅上涨，通胀预期走高，美联储保持加息威胁，美元和美债收益率反弹，全球风险资产受到压制。而上周债券和股票走势明显背离，或与人民币汇率快速贬值有一定关系，资金外流，国内资产价格普遍下跌。商品前期持续强劲，相关部门出手指导后，本周有所回调。
- 国内基本面方面，尽管8月经济数据略有好转，PMI连续回升、出口降幅收窄、PPI环比上行等均显示积极的信号，但国内高频数据未延续8月的强势，多数回调。生产整体弱势，螺纹钢需求保持上行，但仅触及过去四年同期最低水平，粗钢产量下行，水泥价格指数继续走低；暑期出游高峰的结束使得出行数据明显走弱，地铁客运量和执行航班量，尤其是国内航班，均出现骤减；地产政策密集落地后，30大中城市商品房成交面积仍未有起色。
- 本轮上涨中，小盘股走势好于大盘股。小盘股前期跌幅较大，因此本轮反弹过程中，动能也更大。多家券商发布公告称，9月11日起，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%，有望进一步盘活存量资金，活跃资本市场。考虑到政策仍有较大空间，后续增量政策仍然可期。
- 今年以来国内外商品指数走势基本一致，但5月底以来，南华综合指数相比于路透RJ/CRB指数，动能更强，涨幅更大，且出现了两波明显的超涨，尤其在6月20日左右以及8月8日左右产生过两次明显的背离。我们猜测第一波背离与人民币汇率的贬值有关。第二波拉升或与国内地产相关的大宗商品有关。后续商品价格或难以持续走高。
- A股地产滞涨的原因或与短期内高频数据的疲弱有关。成交量未出现明显上升，反而有一定的降温。短期内，房地产对前期政策的反应较为充分，后续行情更多依赖高频数据的好转和增量政策的落地。
- 往后看，海外市场的变动和国内政策强力政策的持续性是当前市场关注的焦点。经过连续两周超预期政策的刺激，增量政策对市场刺激的边际作用减弱，市场更看重政策落地的效果。经济数据及高频数据能否好转将是市场信心能否持续修复的关键变量。在未出现强力的增量政策以及基本面数据明显好转之前，市场或在此平台期维持震荡走势。
- 风险提示：政策及其落地效果不及预期，地缘政治变化超预期

1 国内大类资产走势分析

上周市场受海外市场和政策落地效果的双重影响，走势转弱。短期内美国经济延续韧性，油价大幅上涨，通胀预期走高，美联储保持加息威胁，美元和美债收益率反弹，全球风险资产受到压制。而上周债券和股票走势明显背离，或与人民币汇率快速贬值有一定关系，资金外流，国内资产价格普遍下跌。商品前期持续强劲，相关部门出手指导后，本周有所回调。

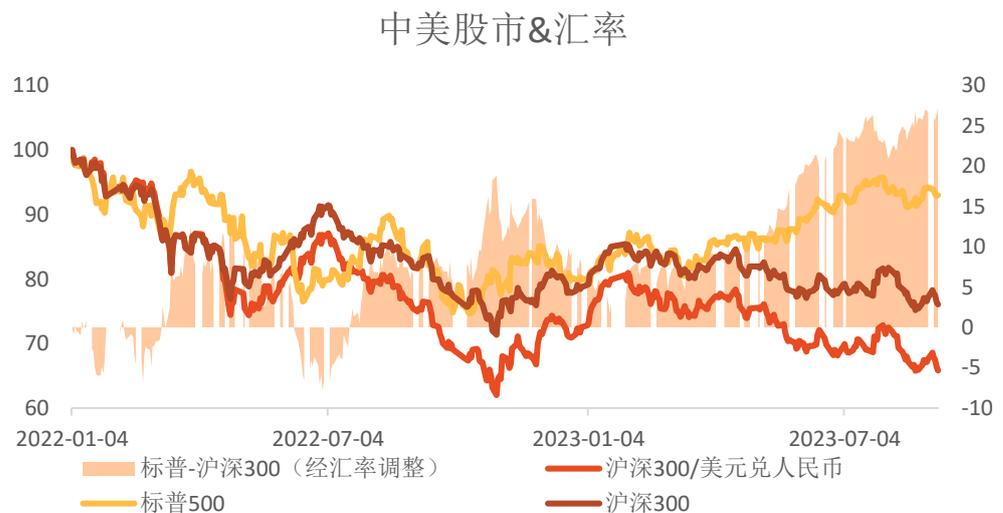
上周，沪深300指数累计下跌1.36%，中债10年期国债收益率上周累计上行5.25BP，南华工业品指数累计下跌0.75%。

图1：股债商走势（右：%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

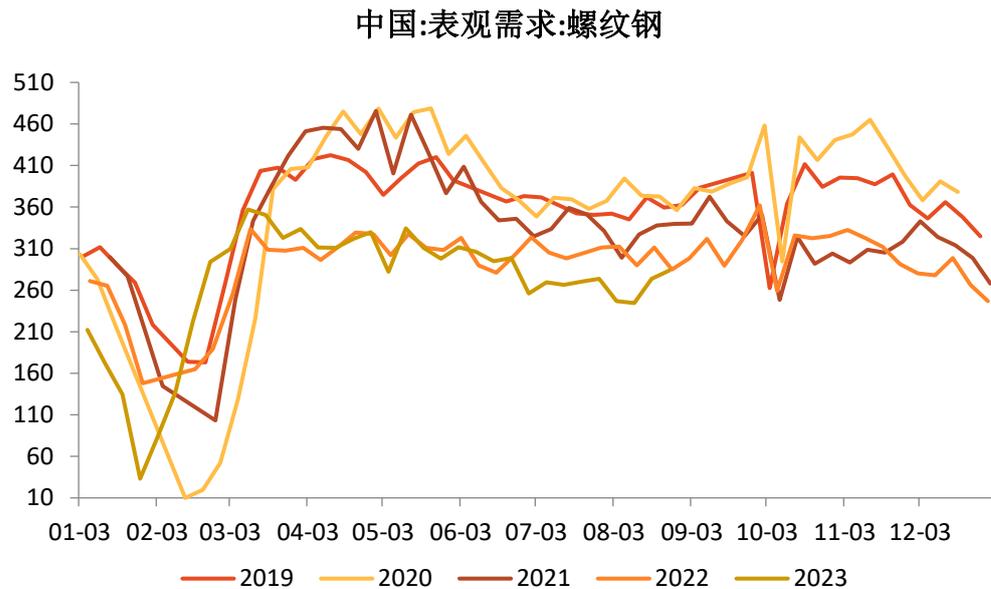
图2：汇率与股市（2022-1-4=100）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

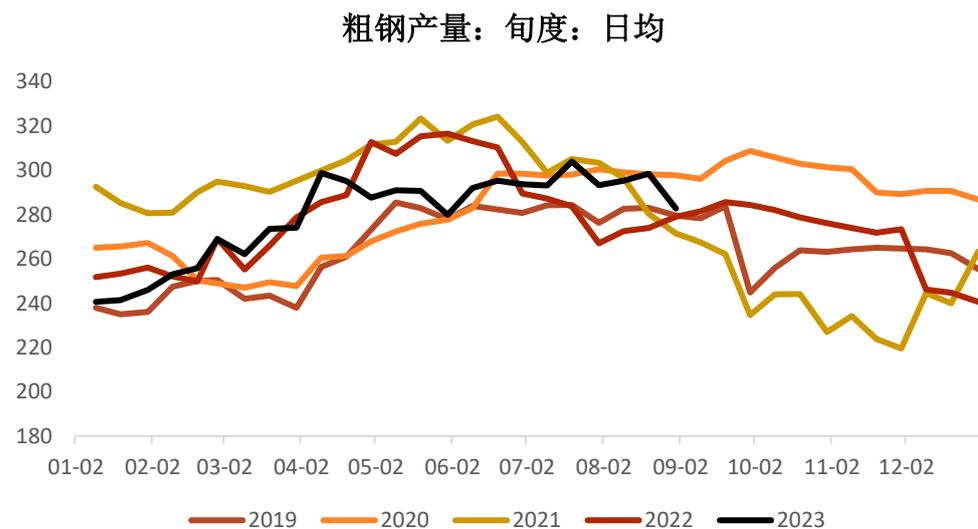
国内基本面方面，尽管8月经济数据略有好转，PMI连续回升、出口降幅收窄、PPI环比上行等均显示积极的信号，但国内高频数据未延续8月的强势，多数回调。生产整体弱势，螺纹钢需求保持上行，但仅触及过去四年同期最低水平，粗钢产量下行，水泥价格指数继续走低；暑期出游高峰的结束使得出行数据明显走弱，地铁客运量和执行航班量，尤其是国内航班，均出现骤减；地产政策密集落地后，30大中城市商品房成交面积仍未有起色。

图 3：螺纹钢表观需求（万吨）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：粗钢产量（万吨）



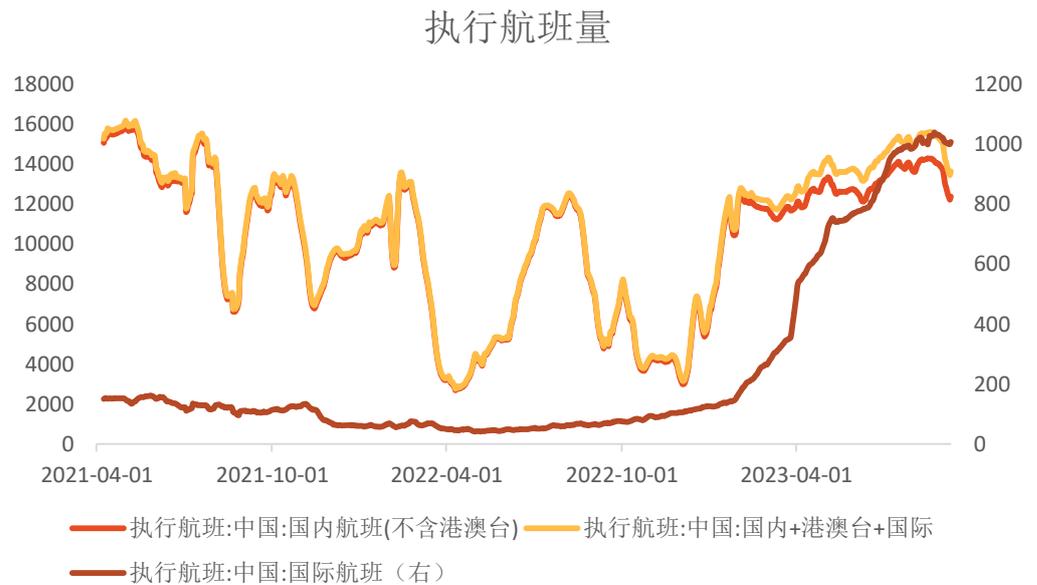
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 5：水泥价格指数



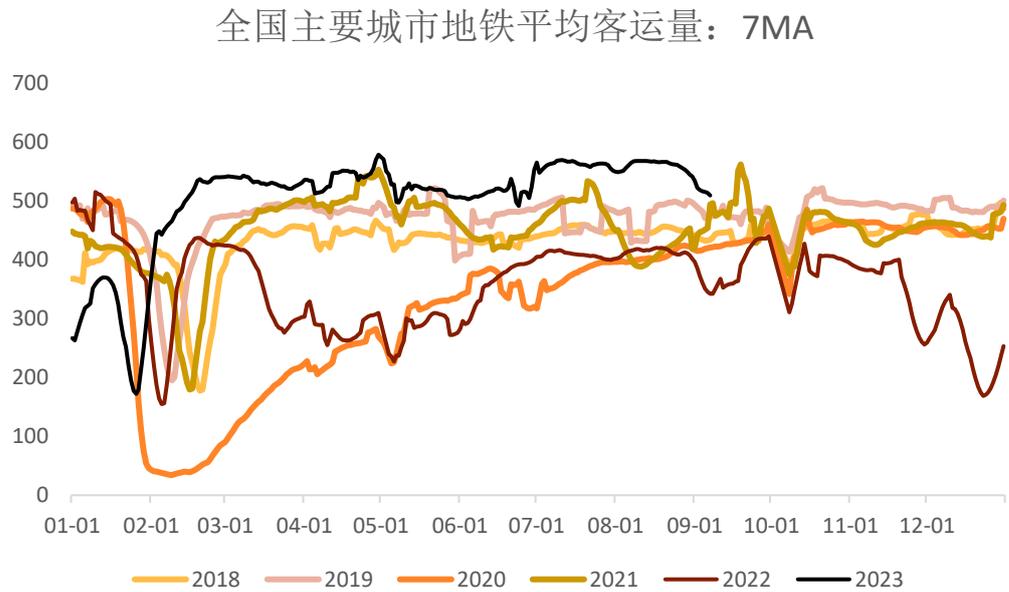
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：执行航班量（班次）



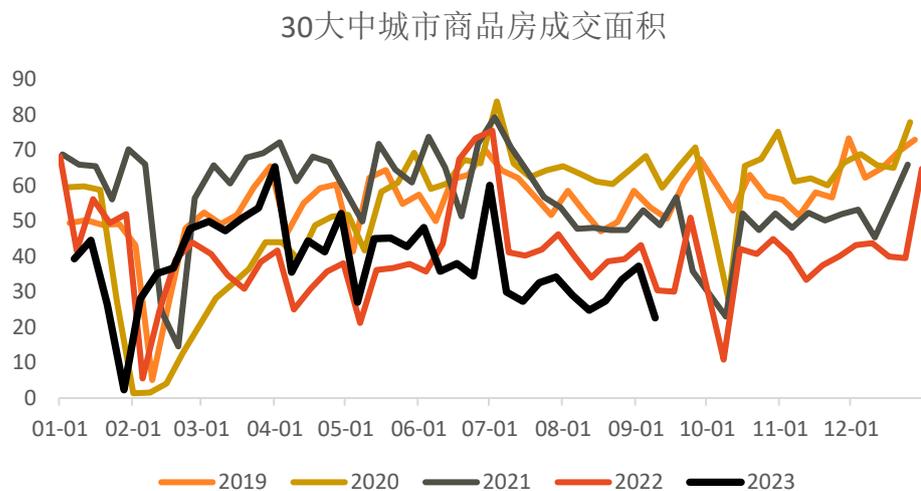
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 7：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

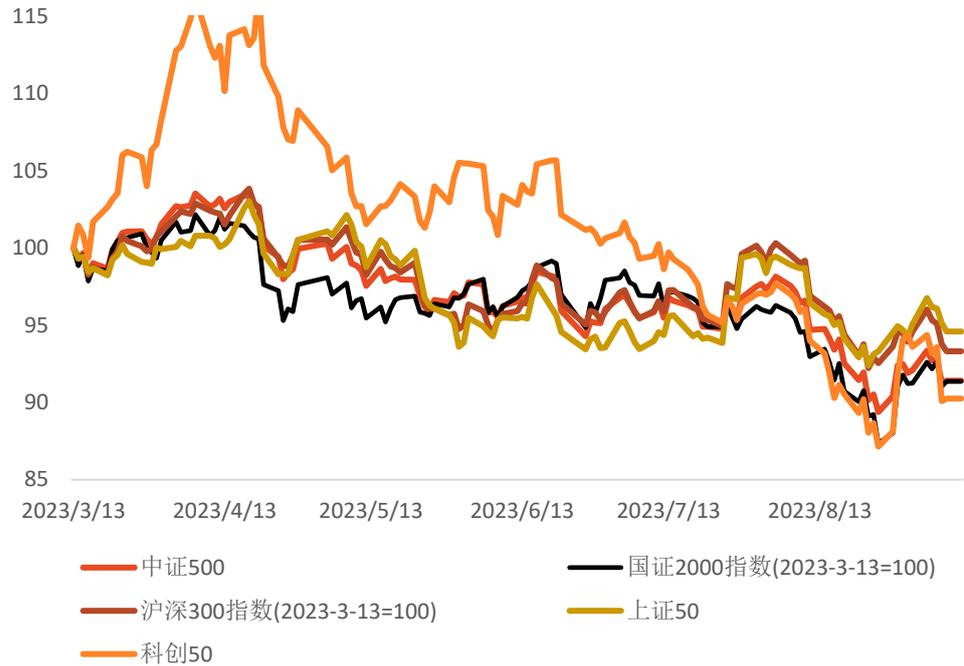
图 8：30 大中城市商品房成交面积（万平米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

本轮上涨中，小盘股走势好于大盘股。小盘股前期跌幅较大，因此本轮反弹过程中，动能也更大，如中证 500 指数和国证 2000 指数。而科创 50 受益于流动性的利好，本轮反弹过程中也有较好的表现。截止上周五，相比于大盘股，小盘股仍有一定的超跌，后续或仍有超额上涨空间。9 月 8 日盘后，多家券商发布公告称，9 月 11 日起，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100% 降低至 80%，相应的融资买入规模将提升四分之一，有望进一步盘活存量资金，活跃资本市场。考虑到政策仍有较大空间，后续增量政策仍然可期。

图 9：各指数走势



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 国内商品缘何持续强劲？

我们观察到,5月底以来,南华工业品指数连续强势回升,三个多月累计上行近20%,与股债产生明显背离。我们试图对南华商品指数上涨的成因进行归因分析,并据此判断商品的后续走势。

我们整理了5月底以来各类商品指数的涨跌幅,发现国内相关品种纯碱与玻璃等涨幅较大,全球相关品种原油价格涨幅也较大,南华能化和南华黑色指数紧随其后。与此同时,海外市场具有代表性的大宗商品期货指数——路透RJ/CRB指数涨幅约为南华综合指数的2/3,油价贡献较多。所以这几类品种对南华综合指数的持续上涨均有贡献。

表 1：各指数涨跌幅

指数名称	5.31 以来涨跌幅
南华工业品指数	17.37%
南华综合指数	17.60%
RJ/CRB 商品价格指数	10.53%
美元兑人民币	1.67%
南华纯碱指数	38.56%
南华原油指数	36.57%
南华玻璃指数	32.44%
南华能化指数	23.17%
南华黑色指数	14.81%
南华农产品指数	12.98%
南华金属指数	10.02%
南华有色金属指数	7.61%
南华贵金属指数	3.82%

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

观察国内外商品指数走势发现，二者走势基本一致，但南华综合指数相比于路透 RJ/CRB 指数，动能更强，涨幅更大，且出现了两波明显的超涨，尤其在 6 月 20 日左右以及 8 月 8 日左右产生过两次明显的背离。

图 10：国内外商品指数有一定背离



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

我们猜测第一波背离与人民币汇率的贬值有关系。我们以南华综合指数和 RJ/CRB 指数的比值表示南华综合指数相对 RJ/CRB 指数的超涨。5 月底以来，人民币汇率与南华综合指数的超额走势息息相关，一定程度上可以解释第一波拉升，尤其是 6 月 20 日以来的快速背离区间也是人民币汇率快速贬值的区间。

图 11: 国内外商品价格指数背离与人民币汇率的关系

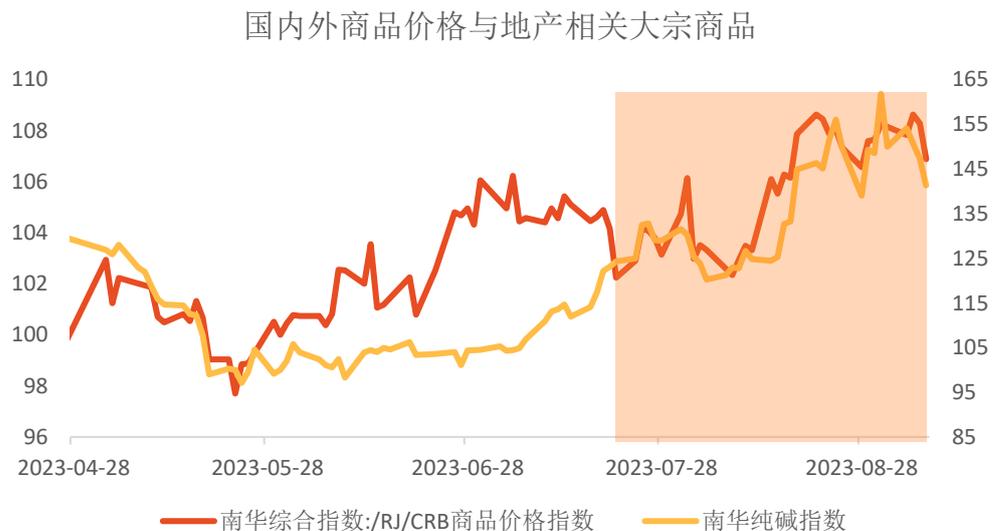


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

第二波拉升或与国内房地产相关的大宗商品有关。政治局会议对房地产积极定调以来, 市场上就不乏地产放松的传闻, 到 8 月底政策落地, 纯碱、玻璃以及黑色相关的品种价格强势拉升, 与南华综合指数的第二波拉升明显正相关。

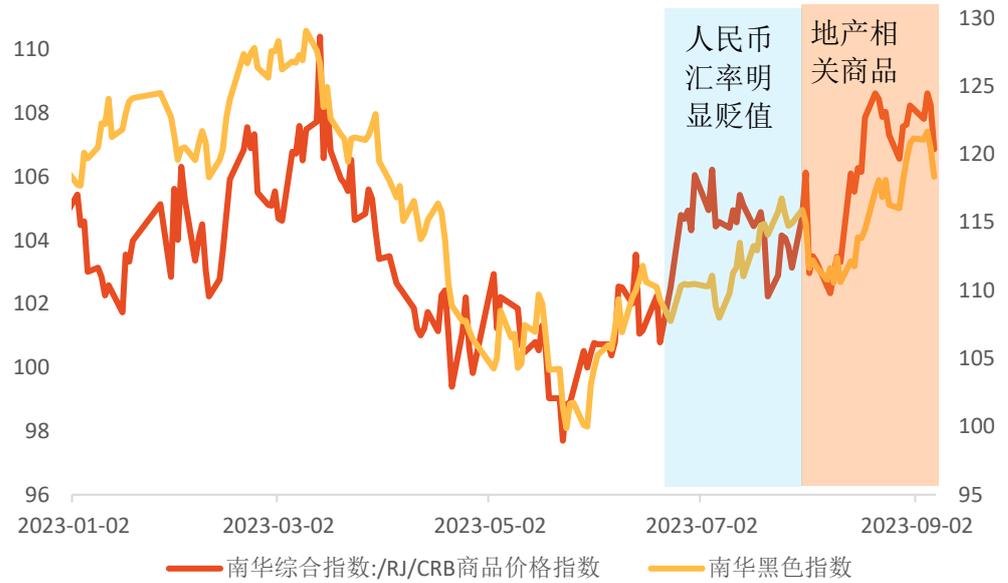
从历史数据来看, 南华商品综合指数相对海外商品指数的超涨, 多数情况下可以用黑色指数来解释。因为南华黑色指数主要由铁矿石 (31.74%)、螺纹钢 (35.18%)、焦炭 (22.80%) 构成, 定价权在国内。但其却不能解释国内外商品指数 6-7 月的背离, 而人民币汇率在此期间的明显贬值或有一定的解释力。

图 12: 国内外商品价格指数背离与地产相关大宗商品的关系



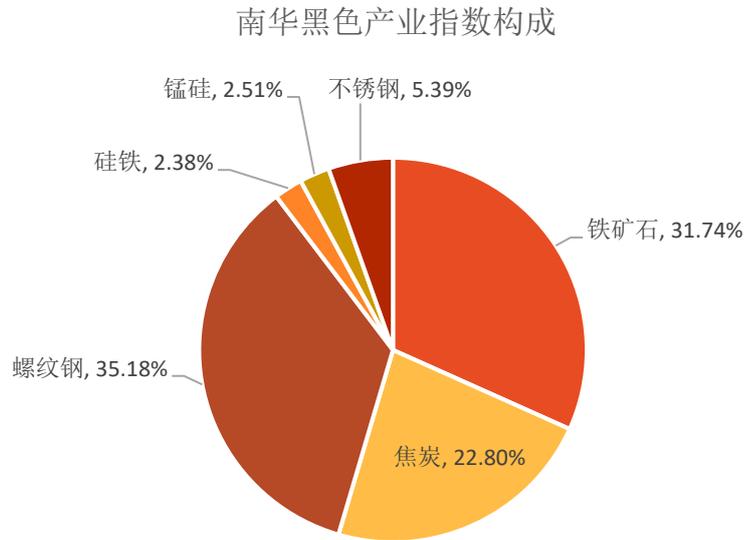
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 国内外商品价格指数背离与南华黑色指数的关系



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 南华黑色产业指数构成



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

往后看, 油价或呈现高位震荡的走势, 随着国内基本面的逐渐好转, 人民币也不存在大幅贬值的基础, 以及国内相关部门对纯碱和铁矿石相关品种的一定干预, 商品价格或难以持续走高。然而, 地产政策的落地效果仍然存在较大的不确定性, 若能出现明显好转, 南华黑色指数或仍能继续上行, 需要持续跟踪。

3 房地产政策的效果尚未显现

8月底房地产政策密集发布，认房不认贷、调降存量房贷利率以及降低首付款比例等政策相继落地。可以看到，房地产政策放松城市个数6月底以来持续上升，8月份呈现飙升，与去年10月份力度相当。但本轮放松中，A股房地产股票市场并未出现大幅反弹，反而港股内房股反弹幅度较大，与亚洲中资美元地产债指数走势更为相关。出现背离的原因可能是，港股地产股多为民营企业，暴雷风险更大。在政策预期阶段，风险相对较小的A股反应更为剧烈，提前量打的较足，但三大政策真正落地，尤其是一线城市也纷纷跟进后，港股地产股风险解除的概率变大，因此，港股地产股行情才真正启动。

图 15：2022 年以来房地产政策放松城市个数：周度(4MA)



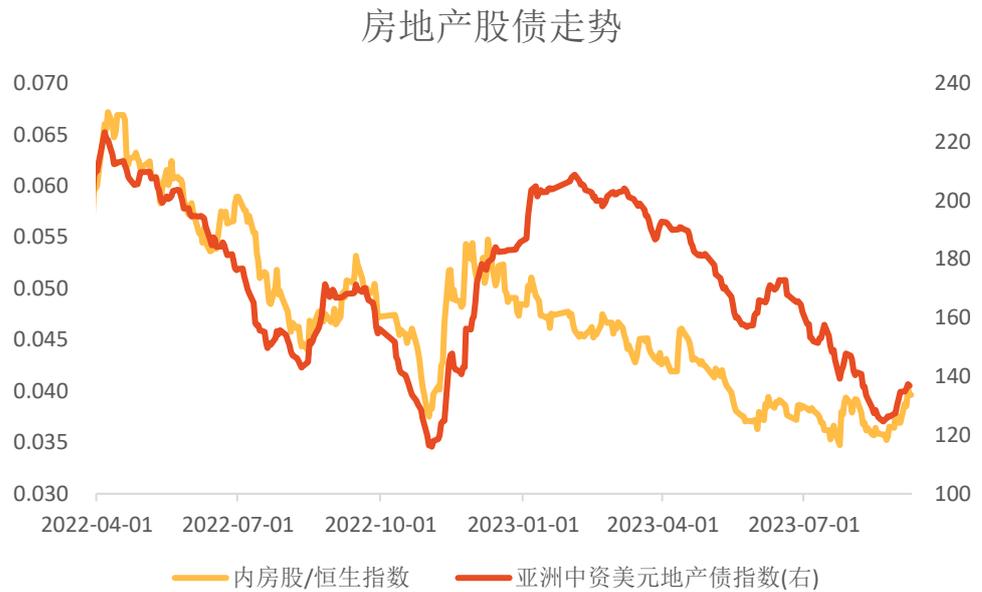
资料来源：公开信息整理，首创证券研究发展部

图 16：房地产股票指数走势（A 股与内房股）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

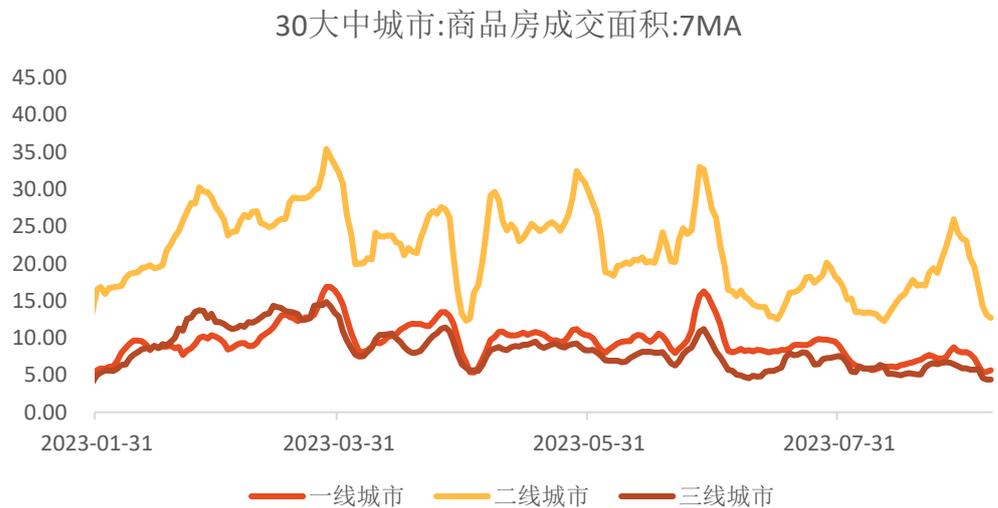
图 17: 房地产股债走势 (内房股)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

而 A 股地产滞涨的原因或与短期内高频数据的疲弱有关。成交量未出现明显上升, 反而有一定的降温。短期内, 房地产对前期政策的反应较为充分, 后续的行情更多依赖高频数据的好转和增量政策的落地。

图 18: 一、二、三线城市商品房成交面积均未有明显起色



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

往后看, 海外市场的变动和国内政策强力政策的持续性是当前市场关注的焦点。经

过连续两周超预期政策的刺激，增量政策对市场刺激的边际作用减弱，市场更看重政策落地的效果。经济数据及高频数据能否好转将是市场信心能否持续修复的关键变量。在未出现强力的增量政策以及基本面数据明显好转之前，市场或在此平台期维持震荡走势。

5 风险提示

风险提示：政策不及预期，政策落地效果不及预期，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，宏观分析师，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