

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

崔紫涵
研究助理
cuizihan@sczq.com.cn
电话：86-10-81152670

相关研究

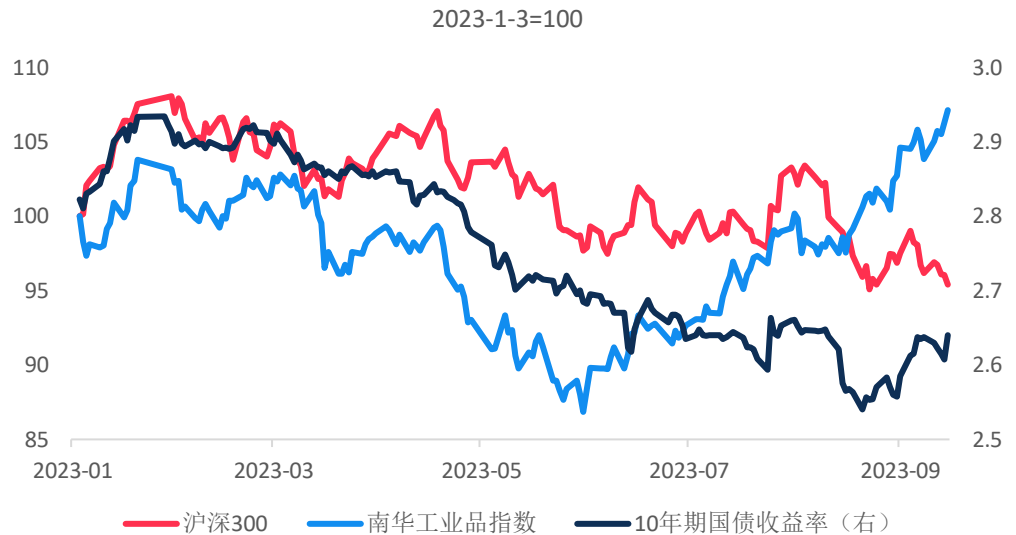
- 8 月经济数据点评：底部修复，短期向好
- 宏观经济周报：震荡调整，等待机会
- 宏观经济周报：短期继续乐观

- 上周一和周五公布的金融数据和经济数据整体均超预期，再次验证 8 月国内基本面的边际改善。另外，央行周四晚宣布降准，降准时点略超市场预期，但周五 MLF 量增价平，降息预期落空。上周股市先涨后跌，整体市场情绪仍然偏弱，成交量低迷，沪深 300 指数累计下跌 0.83%，中债 10 年国债收益率上周整体收平，南华工业品指数经过短暂调整后再次反弹，上周累计上涨 2.21%。
- 考虑到人民币面对的贬值压力，以及近期国常会并未提及降准内容，上周四央行宣布次日降准 0.25 个百分点，时点超出市场预期。次日降息预期落空，从历史上来看，降准后一个月内降息的情况较为少见，2016 年以来仅有 2020 年 4 月疫情期间出现过，从中位数来看，降准约两个月后才会进行降息的操作。
- 降准后市场走势来看，由于本次降准公告在 MLF 公告前一天，时点较为特殊，降息预期落空后股、债均大幅走弱。从历次降准后平均走势来看，降准对股市利好效果相对有限，债市则往往走强。由于前期债市回调明显，近期已有企稳迹象，本次降准后资金面大概率回归中性，地方债发力和经济边际企稳修复可能仍将对债市构成一定压力，债市大幅走强可能性有限，预计仍将维持窄幅震荡。
- 由于近期油价持续走高，美国 8 月通胀数据超预期反弹，美债和美元再度走高。尽管 9 月美联储已暂停加息，但市场降息预期更加悲观，目前市场普遍预期明年 6 月才会开启降息周期，美债收益率维持高位时间可能会进一步拉长。在央行释放稳汇率信号和国内基本面向好的提振下，人民币近期有所企稳，但上周北向资金持续流出。本轮人民币走弱，主要原因系美元过于强势，本轮新台币贬值程度与人民币相似，后续美元能否维持高位是人民币走势的关键。
- 2023 年 8 月经济数据全面改善，制造业 PMI 连续回升、出口降幅收窄、PPI 环比转正、社融同比底部反弹、工增触底回升、消费低位企稳、投资整体向好、房地产竣工新开工销售均有所好转，但也需要注意到经济的结构性矛盾。短期内经济企稳成为市场共识，而经济企稳的持续性是当前关键。根据社融领先的规律推断，经济低位企稳的趋势可能延续到 10-11 月，年底有重新回落的风险。
- 高频数据方面，中秋十一假期临近，居民出行回落后近期有所企稳。生产热度略有降低，沥青开工率高位略有回调，高炉开工率有所回落，钢材生产和需求端均呈现“弱复苏”态势。
- 往后看，由于前期悲观预期释放的较为充分，短期内经济平稳且政策友好，股市仍持谨慎乐观的看法，可能有一定机会。经过一段时间的调整，债市有企稳迹象，预计收益率短期以震荡为主，年底则可能再度下行。
- 风险提示：1) 地缘政治风险超预期；2) 稳增长政策不及预期。

1 央行超预期降准，股市继续探底

上周一和周五公布的金融数据和经济数据整体均超预期，再次验证 8 月国内基本面的边际改善。另外，央行周四晚宣布降准，降准时点略超市场预期，但周五 MLF 量增价平，降息预期落空。上周股市先涨后跌，整体市场情绪仍然偏弱，成交量低迷，沪深 300 指数累计下跌 0.83%，中债 10 年期国债收益率上周整体收平，南华工业品指数经过短暂调整后再次反弹，上周累计上涨 2.21%。

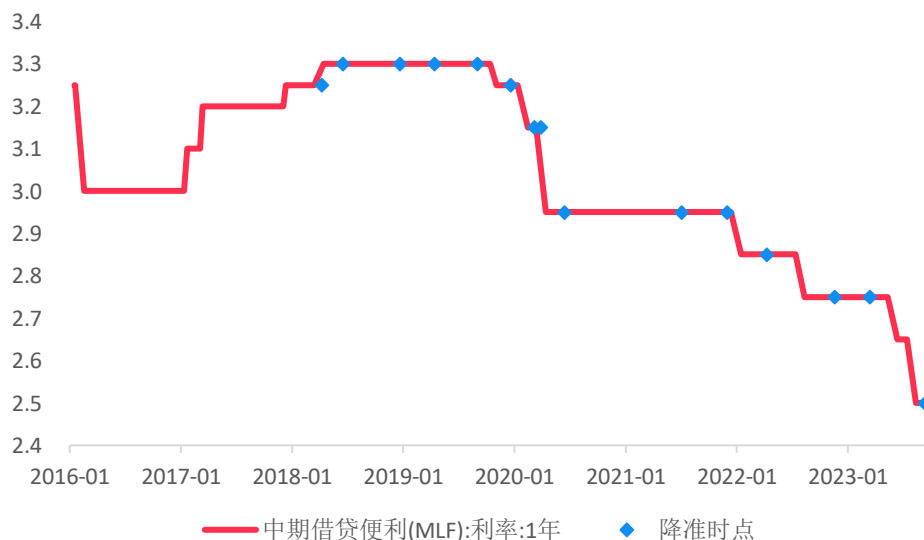
图 1：股债商走势（右轴单位%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

考虑到人民币面对的贬值压力，以及近期国常会并未提及降准内容，上周四央行宣布次日降准 0.25 个百分点，时点超出市场预期。次日降息预期落空，从历史上来看，降准后一个月内降息的情况较为少见，2016 年以来仅有 2020 年 4 月疫情期间出现过，从中位数来看，降准约两个月后才会进行降息的操作。

图 2：历史上降准降息时点（%）



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

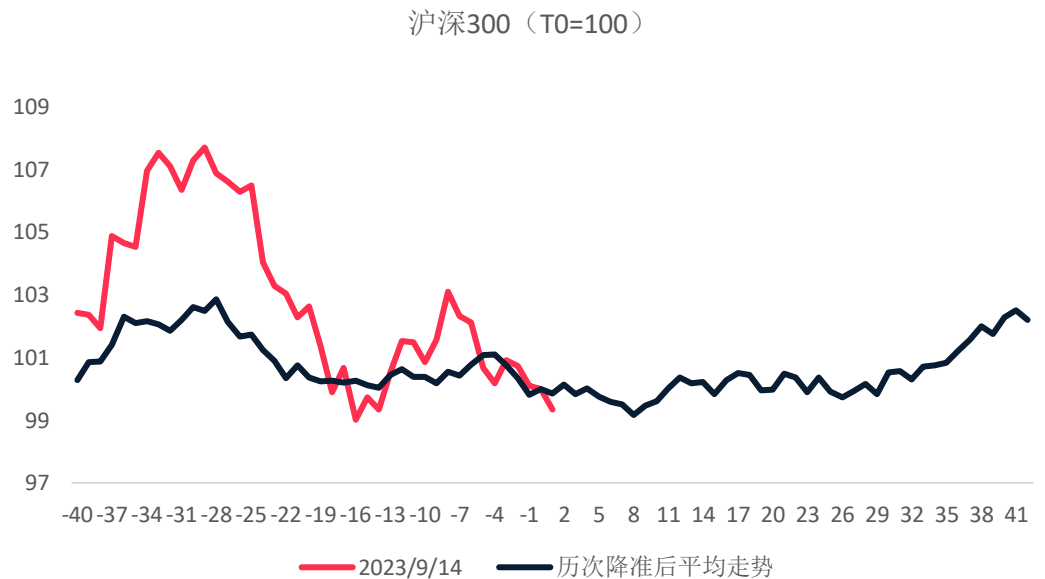
表 1: 从中位数看, 降准后约两个月后降息

最近一次降准日期	降息日期	间隔天数
2019-09-04	2019-11-05	62
2019-12-23	2020-02-17	56
2020-03-31	2020-04-15	15
2021-12-03	2022-01-17	45
2022-04-13	2022-08-15	124
2023-03-17	2023-06-15	90
2023-03-17	2023-08-15	151
2023-09-14		
	中位数	62

资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

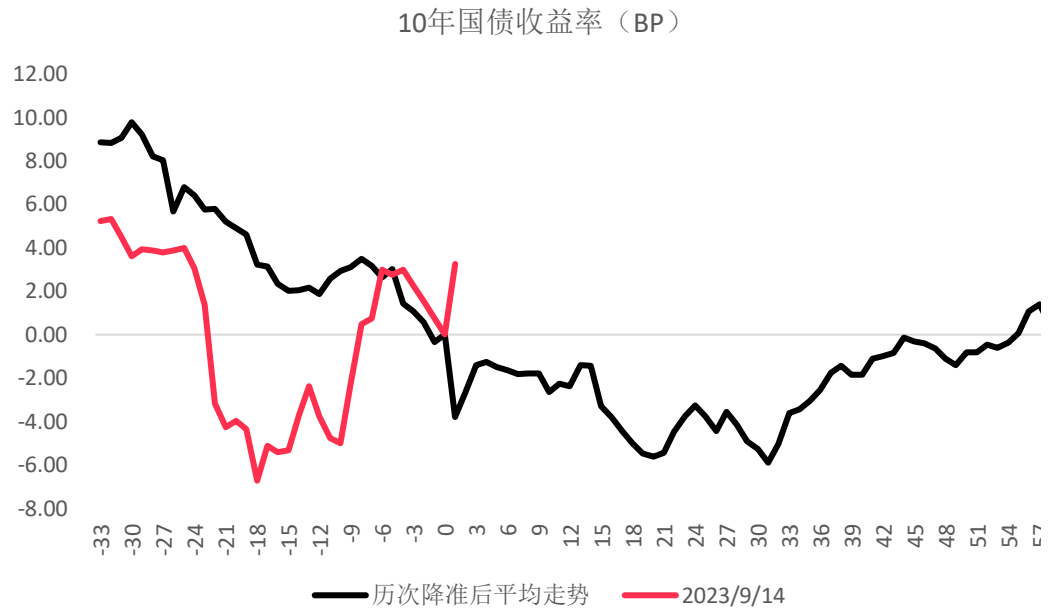
降准后市场走势来看, 由于本次降准公告在 MLF 公告前一天, 时点较为特殊, 降息预期落空后股、债均大幅走弱。从历次降准后平均走势来看, 降准对股市利好效果相对有限, 债市则往往走强。由于前期债市回调明显, 近期已有企稳迹象, 本次降准后资金面大概率回归中性, 地方债发力和经济边际企稳修复可能仍将对债市构成一定压力, 债市大幅走强可能性有限, 预计仍将维持窄幅震荡。

图 3: 降准后股市走势



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

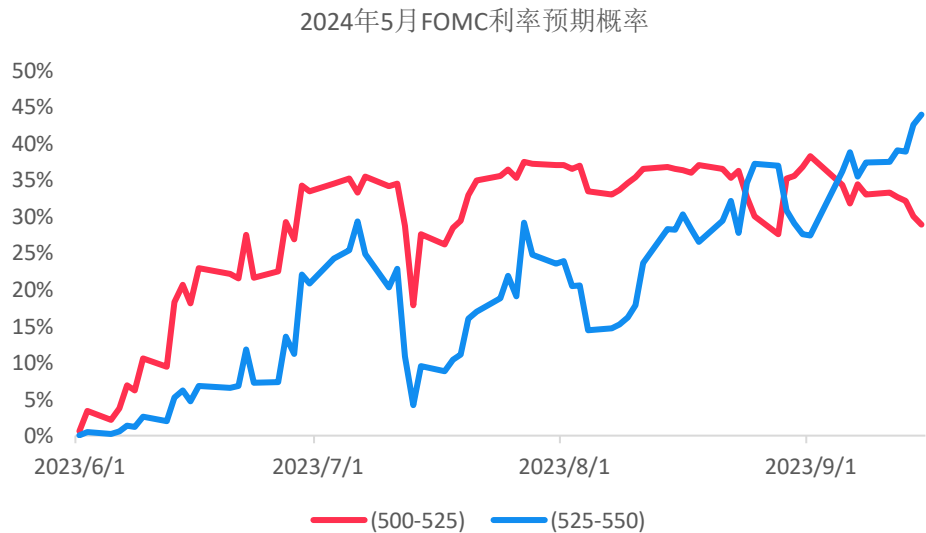
图 4：降准后债市走势



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

由于近期油价持续走高，美国 8 月通胀数据超预期反弹，美债和美元再度走高。尽管 9 月美联储已暂停加息，但市场降息预期更加悲观，8 月上旬预期明年 3 月降息，9 月初再度推迟到 5 月，目前市场普遍预期 6 月才会开启降息周期，美债收益率维持高位时间可能会进一步拉长。

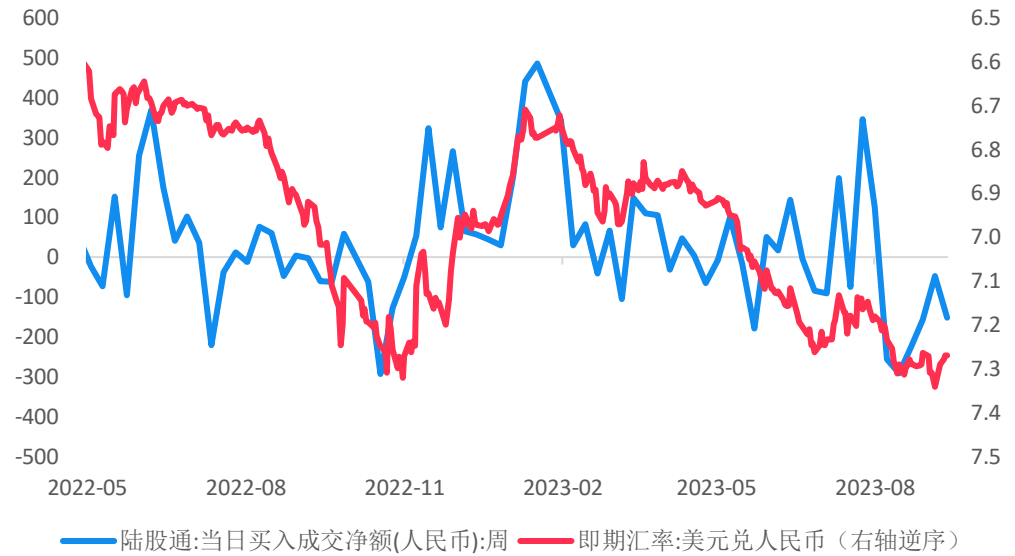
图 5：市场对美联储降息预期更加悲观（目前联邦基金利率区间为 5.25-5.5%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

在上周一央行释放稳汇率信号和国内基本面数据向好的共同提振下，人民币近期有所企稳，但美债收益率持续走高带动全球流动性收紧，外资预期并未明显改善，上周北向资金持续流出。

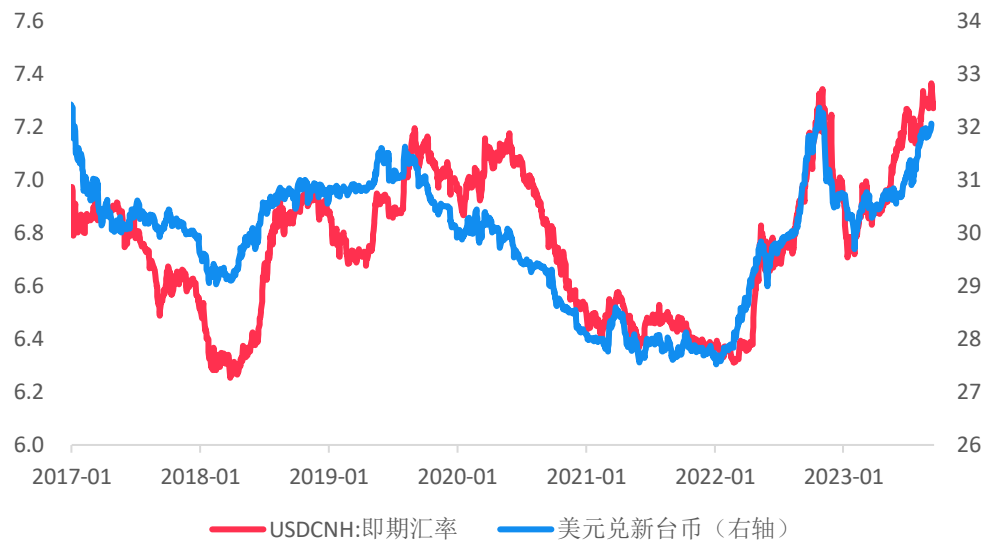
图 6：北向资金持续流出（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

本轮人民币走弱，主要原因系美元过于强势，从新台币走势来看，本轮新台币贬值程度与人民币相似，后续美元能否维持高位是人民币走势的关键。

图 7：人民币与新台币贬值程度类似



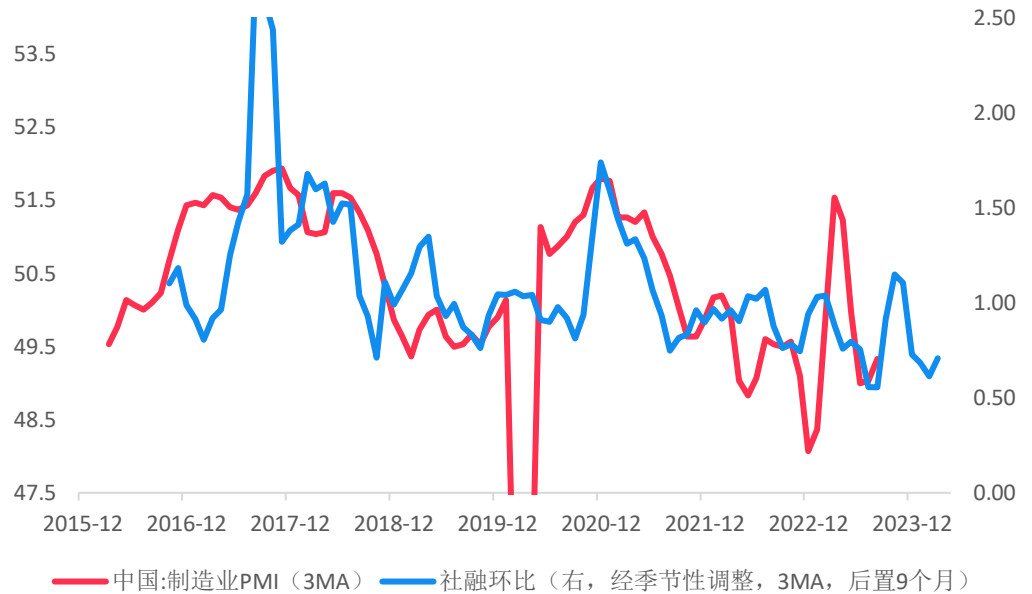
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 经济短期企稳，后续怎么走

2023 年 8 月经济数据全面改善，制造业 PMI 连续回升、出口降幅收窄、PPI 环比转正、社融同比底部反弹、工增触底回升、消费低位企稳、投资整体向好、房地产竣工新开工销售均有所好转，但也需要注意到经济的结构性矛盾，例如核心消费再度走弱，社融仍有冲量迹象，高温天气的缓解和专项债发行加速等因素可能是 8 月经济数据好转的重要原因。

短期内经济企稳成为市场共识，而经济企稳的持续性是当前关键。根据社融领先的规律推断，经济低位平稳的趋势可能延续到10-11月，年底有重新回落的风险。

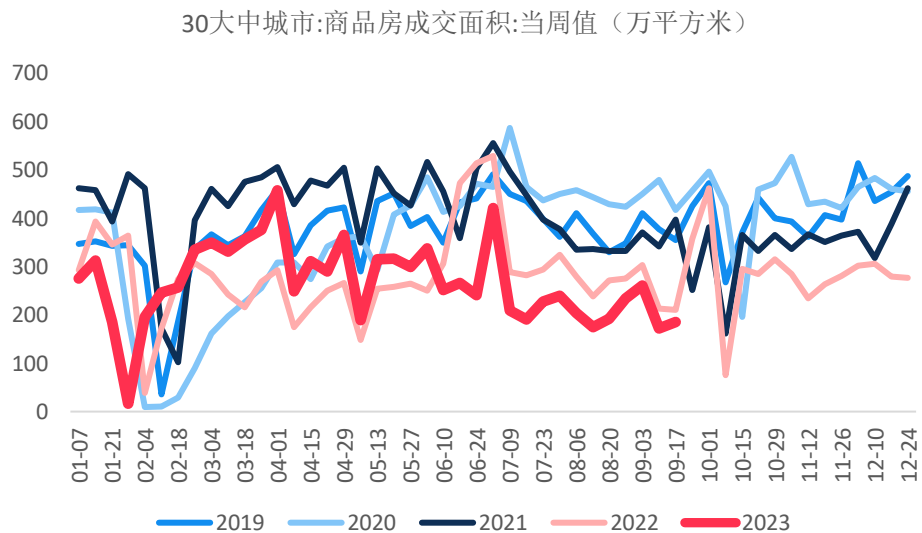
图8：社融环比增速领先制造业PMI 3个季度左右（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

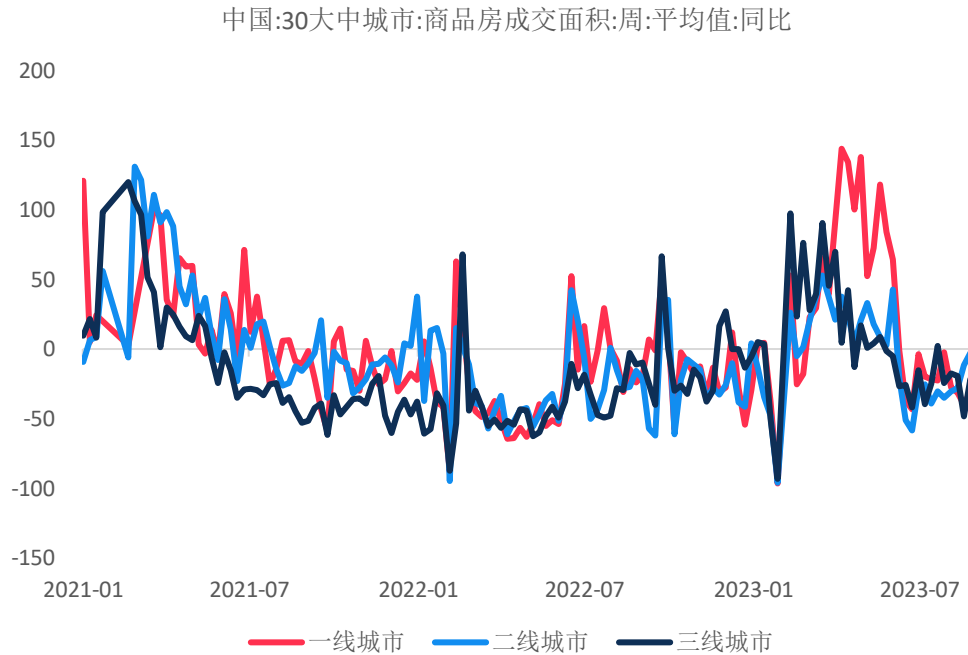
从目前地产销售和土地成交来看，房地产政策成效仍不及预期，整体二线城市强于三线城市强于一线城市。考虑到房管局成交数据相对滞后，伴随当前市场进入“金九银十”的传统地产销售旺季，需要进一步观察政策放松落地和后续需求端的回暖状况。

图9：30大中城市:商品房成交面积:当周值（万平方米）



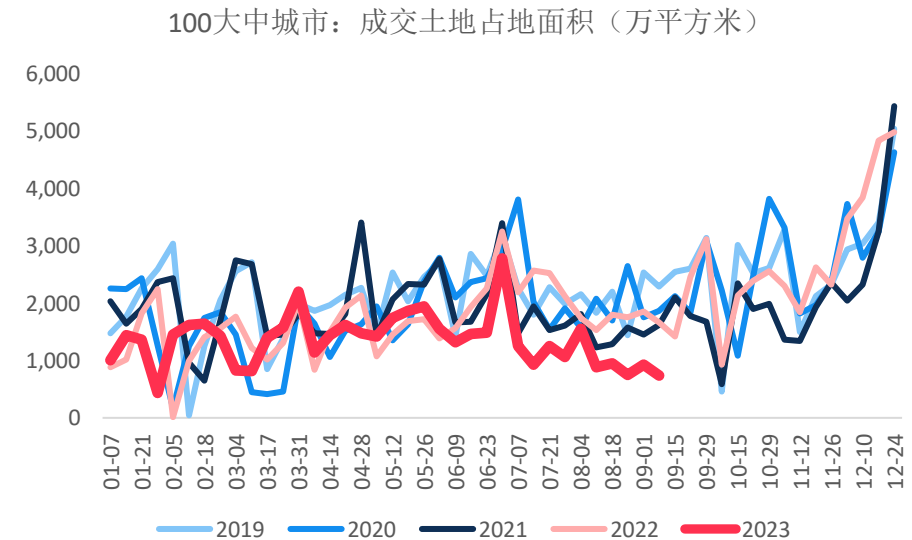
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10：中国:30 大中城市:商品房成交面积:周:平均值:同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 11：100 大中城市：成交土地占地面积（万平方米）

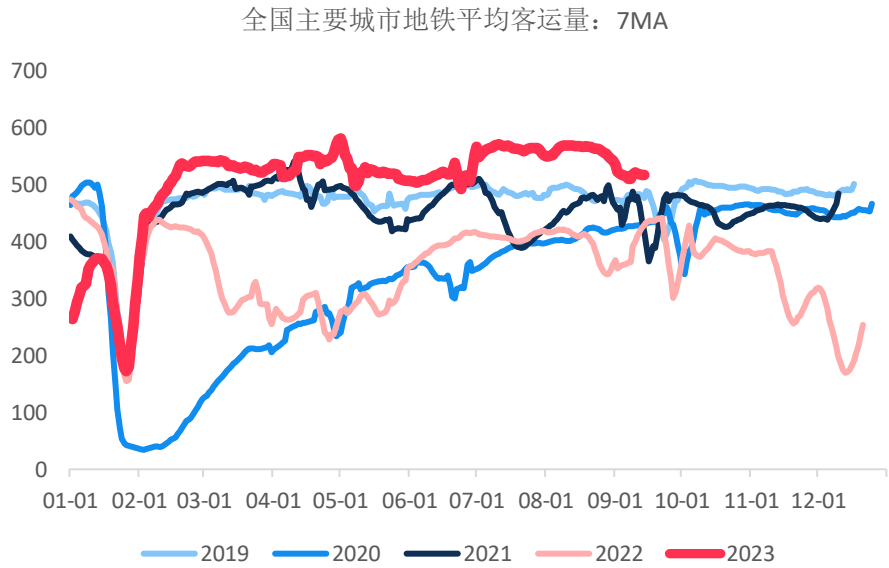


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

3 宏观数据扫描

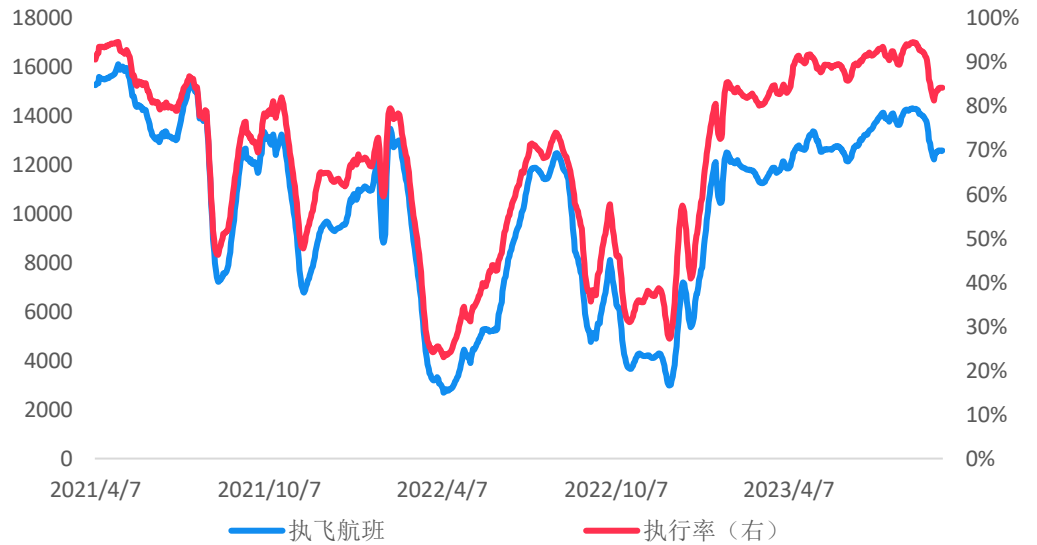
高频数据方面，中秋十一假期临近，居民出行回落后近期有所企稳。生产热度略有降低，沥青开工率高位略有回调，高炉开工率有所回落，钢材生产和需求端均呈现“弱复苏”态势。

图 12：全国主要城市地铁平均客运量：7MA（万人次）



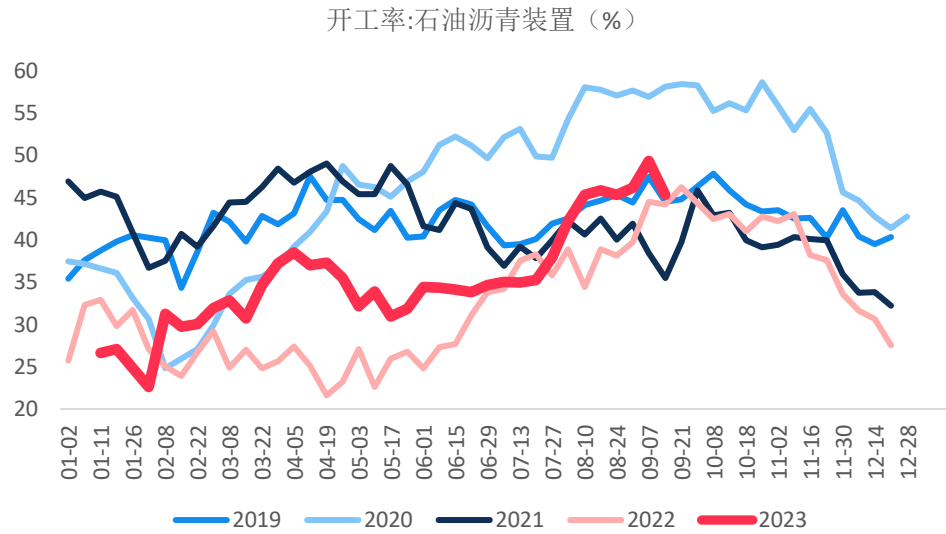
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 13：国内航班执飞量（架次）和执行率



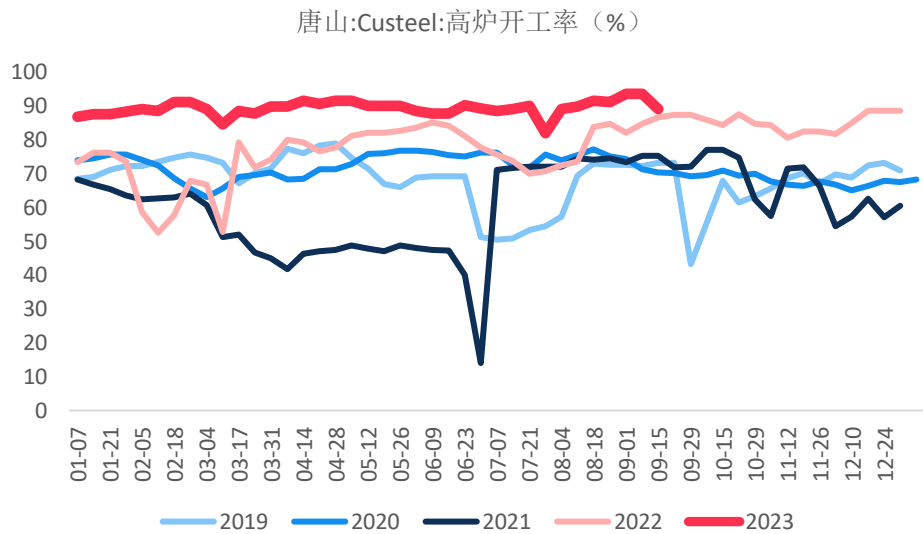
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 开工率:石油沥青装置 (%)



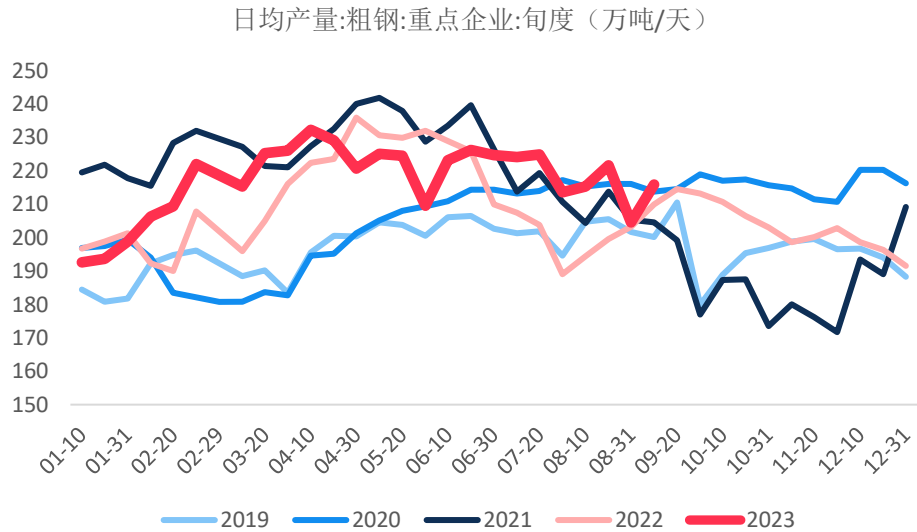
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 唐山:Custeel:高炉开工率 (%)



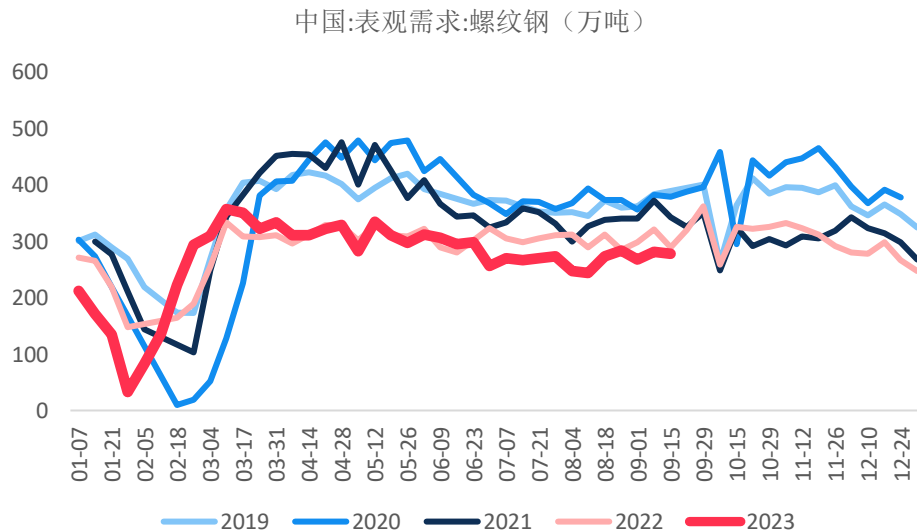
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 16: 日均产量:粗钢:重点企业:旬度 (万吨/天)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 17: 中国:表观需求:螺纹钢 (万吨)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

往后看, 由于前期悲观预期释放的较为充分, 短期内经济平稳且政策友好, 股市仍持谨慎乐观的看法, 可能有一定机会。经过一段时间的调整, 债市有企稳迹象, 预计收益率短期以震荡为主, 年底则可能再度下行。

5 风险提示

- 1) 地缘政治风险超预期; 2) 稳增长政策不及预期。

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。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022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