

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：国内股债反弹进入后期
- 9月经济数据点评：经济温和修复，消费改善明显
- 9月外贸数据点评：出口延续改善，“量”好于“价”

- **关键数据转弱。**周内发布了10月物价和外贸数据，两者均转弱，与此前发布的10月PMI走弱一致。物价方面，核心CPI同比0.6%，略低于前值，环比0.0%，较前值下降0.1个百分点，低于季节性水平，说明核心价格仍然羸弱，内需仍然疲软。外贸方面，出口同比-6.4%，前值-6.2%；进口同比3.0%，前值-6.3%；剔除基数效应的出口四年复合同比为6.6%，较上月回落，主要系实际量下滑拖累，价格因素对出口增速已产生正向拉动。
- **美债震荡，利好释放。**国内经济低位运行的影响，在10月PMI数据发布后已被市场吸收。美债的影响是关键，两周左右，10年美债到期收益率从超过5%的高点回落至4.65%左右震荡，上周美债收益率下行约27bp，本周基本持平，全球风险偏好回升，但随着美债收益率边际企稳，其影响在逐渐走弱，前期美债下行的利好或已释放。
- **高频数据扫描。**高频数据显示经济低位运行，但部分指标走弱，是趋势还是扰动需要进一步观察。居民端，商品房销售面积明显转弱，30大中城市商品房成交面积近三周同比分别为-5.1%、-3.6%和-23.6%。出行数据维持平稳，一线城市地铁客运量与2019年大致持平；国内航班季节性小幅下滑，国际航班变化不大。生产端，石油沥青装置开工率边际走弱，高炉开工率小幅反弹，水泥发运率低位平稳。流动性，仍然偏紧，银行间质押式回购加权利率和同业存单到期收益率今年8月中旬之后中枢明显抬升，近期仍在高位运行，市场对流动性呵护的期待变强。
- **后市展望。**10月数据陆续公布，从公布的PMI、物价和外贸数据上观察，10月经济相对较弱，大概率在9月短暂反弹的基础上回落，9-10月的经济基本保持7月以来的低位企稳。由于二季度的社融明显下行，鉴于社融的滞后影响，年底的经济特别是制造业仍有转弱的可能性。在这种背景下，一定程度的股弱债强仍有可能。然而，市场对经济下行后政策发力的预期增强，另外，当前A股与美股背离拉大，而且市场在3000点左右有较为强大的博弈力量，这些因素可能导致股市指数下跌的幅度不大。债市的利好仍在，但挑战前低的可能性不大，有待降息操作的加持。此外，债市期限利差加大提供了博弈利差收窄的机会。
- **风险提示。**地产下行超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

1 关键数据转弱

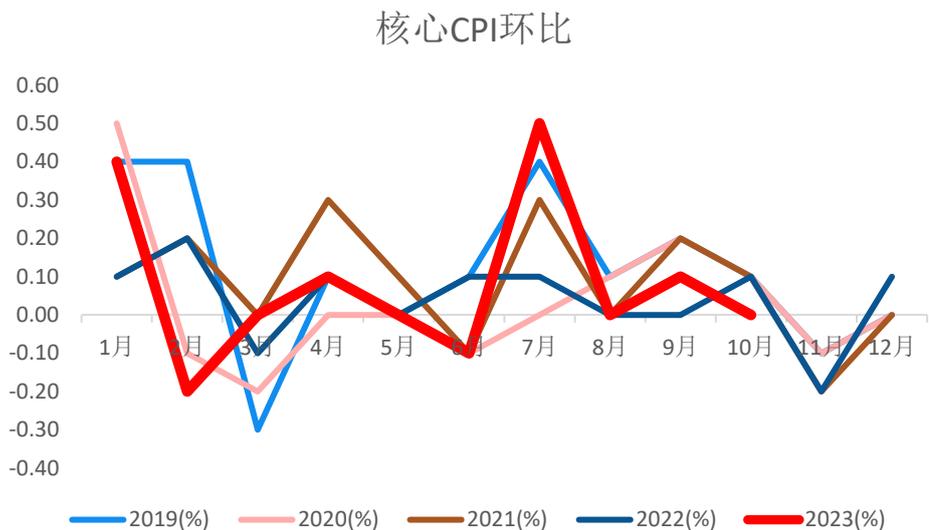
周内发布了 10 月物价和外贸数据，两者均转弱，与此前发布的 10 月 PMI 走弱一致。

物价数据，10 月核心 CPI 同比 0.6%，略低于前值，中断了连续三个月的水平修复走势；环比 0.0%，较前值下降 0.1 个百分点，低于季节性水平，说明核心价格仍然羸弱，内需仍然疲软。

10 月 CPI、食品 CPI、非食品 CPI 同比分别为-0.2%、-4.0%、0.7%，较前值分别下降 0.2、0.8 和 0 个百分点。食品价格中，10 月对总体 CPI 同比增速拖累最大的仍然是畜肉类，特别是猪肉，猪肉价格同比-30.1%。

PPI 同比为-2.6%，较前值回落 0.1 个百分点，符合市场预期。

图 1：核心 CPI 环比季节性（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

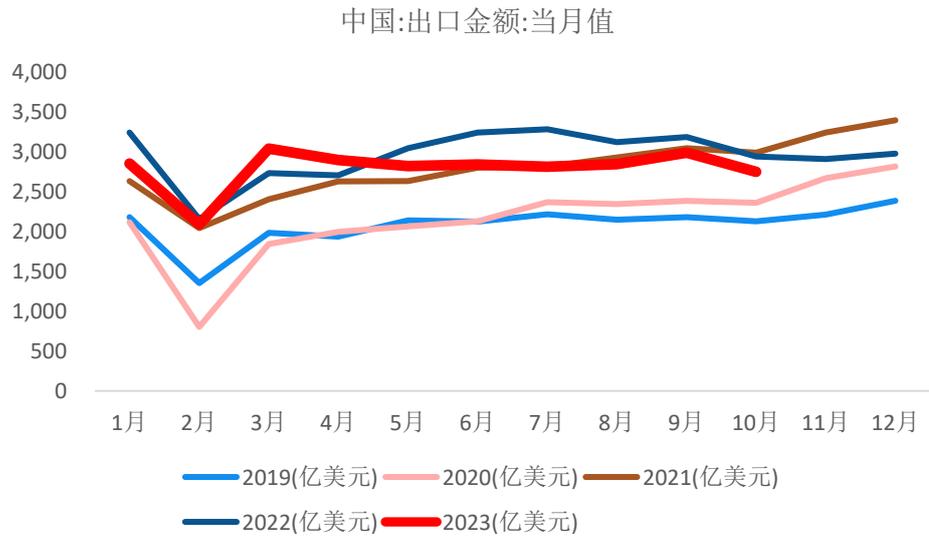
外贸数据，10 月出口（以美元计价）同比-6.4%，预期-3.5%，前值-6.2%；进口（以美元计价）同比 3.0%，预期-4.3%，前值-6.3%；贸易顺差为 565.3 亿美元，前值 778.3 亿美元。

中国 10 月出口大幅不及预期，剔除基数效应的出口四年复合同比为 6.6%，同样较上月回落，出口主要系实际量下滑拖累，价格因素可能对出口增速已产生正向拉动。

出口国别方面，东盟、欧盟和美国仍是主要拖累，分别同比拉动-2.5%、-1.9%和-1.3%，占比达到 87%。

出口分项方面，仍然主要受机电产品和高新技术产品的拖累，分别同比拉动-4.0%和-2.6%。机电产品中，自动数据处理设备和集成电路较前值下滑明显，同比分别拉动约-1.3%和-0.8%。另外，手机和汽车表现较为亮眼，同比分别拉动出口 1.14%和 1.08%。

图 2：中国:出口金额:当月值

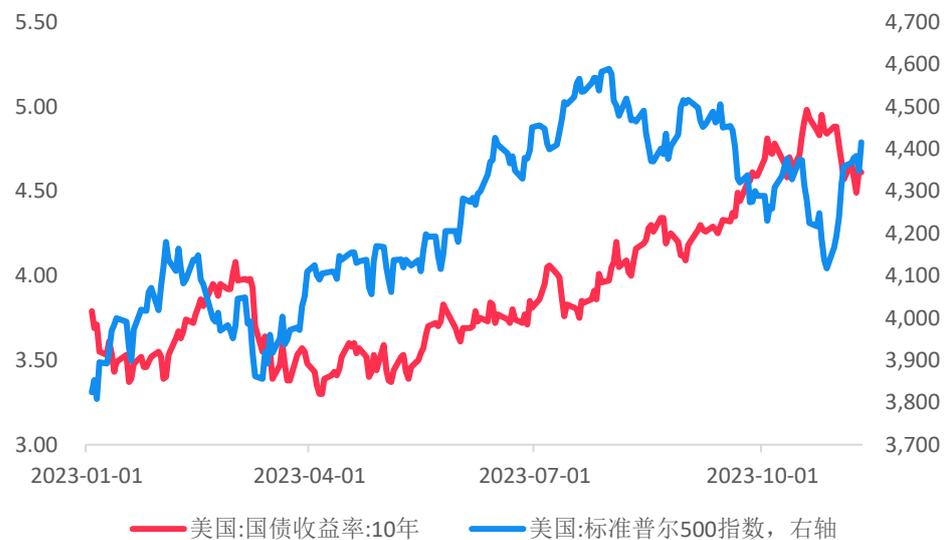


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2 美债震荡，利好释放

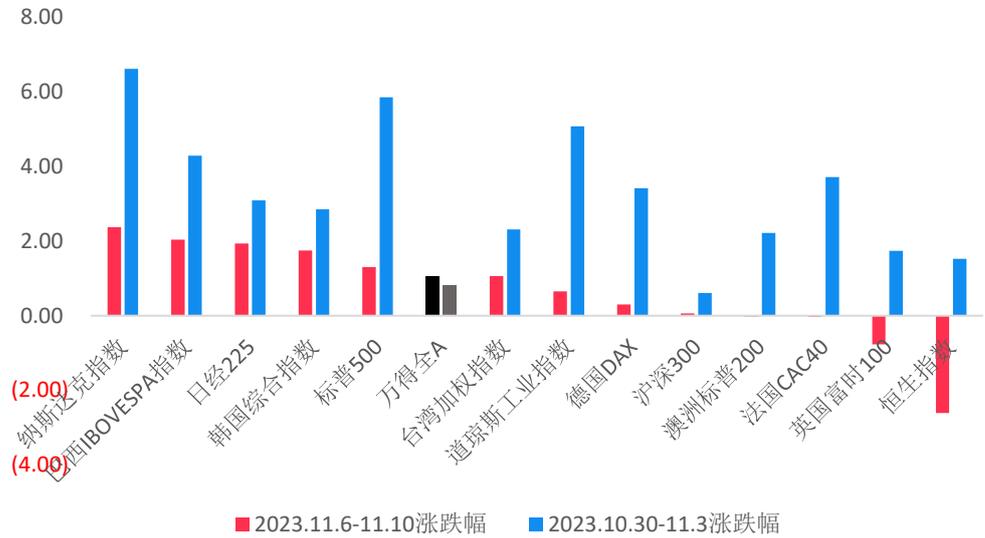
国内经济低位运行的影响，在 10 月 PMI 数据发布后已被市场吸收，国内市场以及全球市场反应美债收益率的变动，10 年美债到期收益率从超过 5% 的高点回落至 4.6% 左右震荡，全球风险偏好有所回升，但随着美债收益率边际企稳，其影响在逐渐走弱，可以看到，全球重要股指的涨幅本周低于上周，上周美债收益率下行约 27bp，本周基本持平。

图 3：美股与美债（左轴：%）



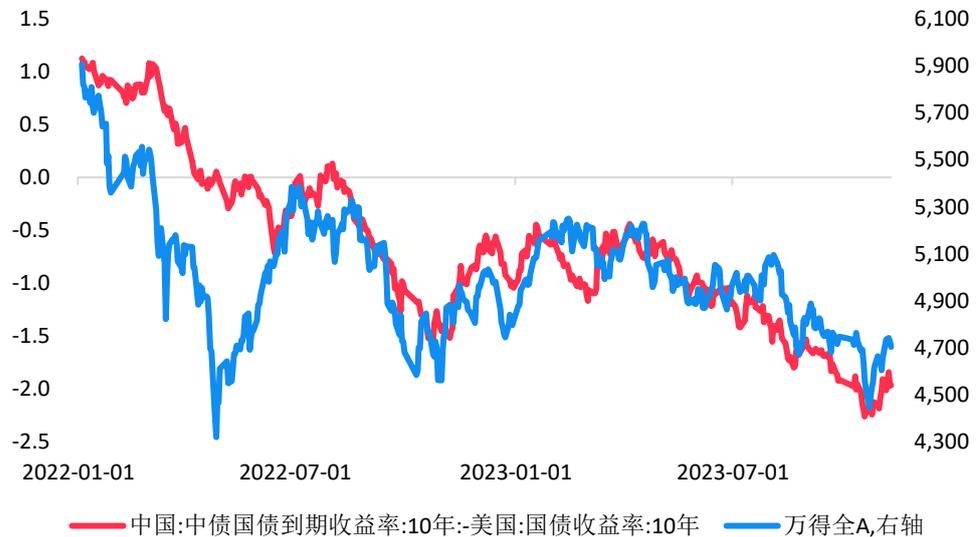
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 4: 全球重要股指涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

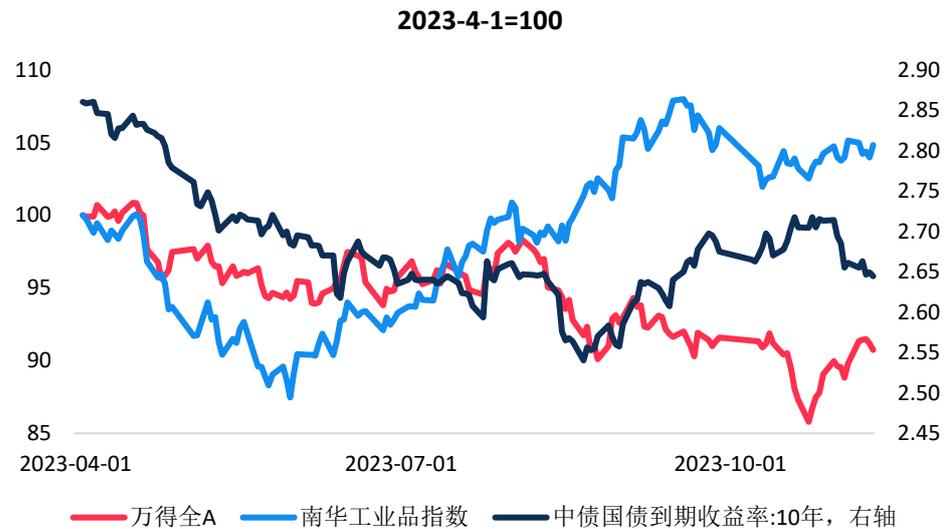
图 5: 中美利差与 A 股 (左轴: %)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

周内, 股和债小幅走强, 商品震荡。万得全 A 小幅上涨 1.1%, 但动能逐渐走弱, 前三个交易日累计上涨 1.9%, 后两个交易日下跌 0.8%。中债 10 年国债收益率震荡走强, 周内下行 2bp 收于 2.64%。南华工业品指数延续震荡, 微跌 0.3%。

图 6：股债商走势



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

3 高频数据扫描

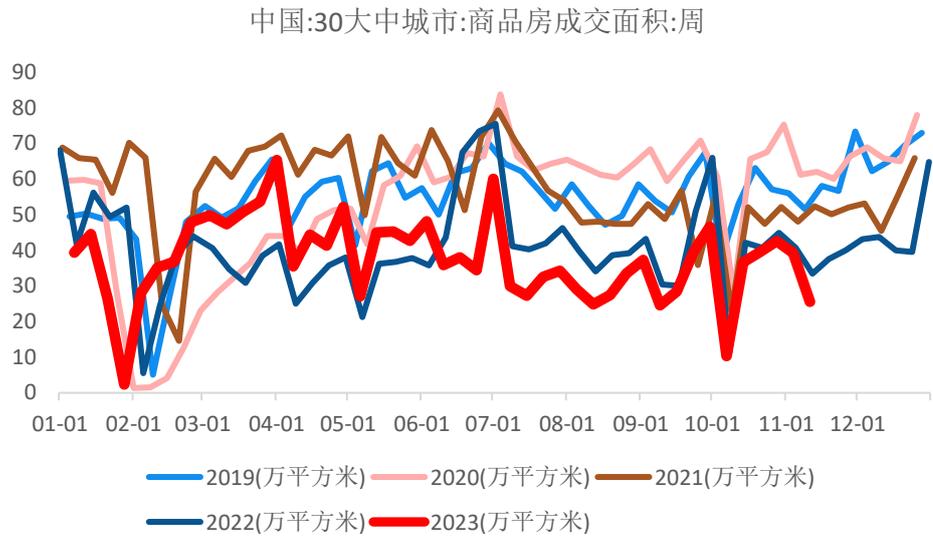
高频数据显示经济低位运行，但部分指标走弱，是趋势还是扰动需要进一步观察。

居民端，商品房的销售面积明显转弱，30 大中城市商品房成交面积近三周同比分别为-5.1%、-3.6%和-23.6%。出行数据维持平稳，一线城市地铁客运量与 2019 年大致持平；国内航班季节性小幅下滑，国际航班变化不大。

生产端，石油沥青装置开工率边际走弱，高炉开工率小幅反弹，水泥发运率低位平稳。

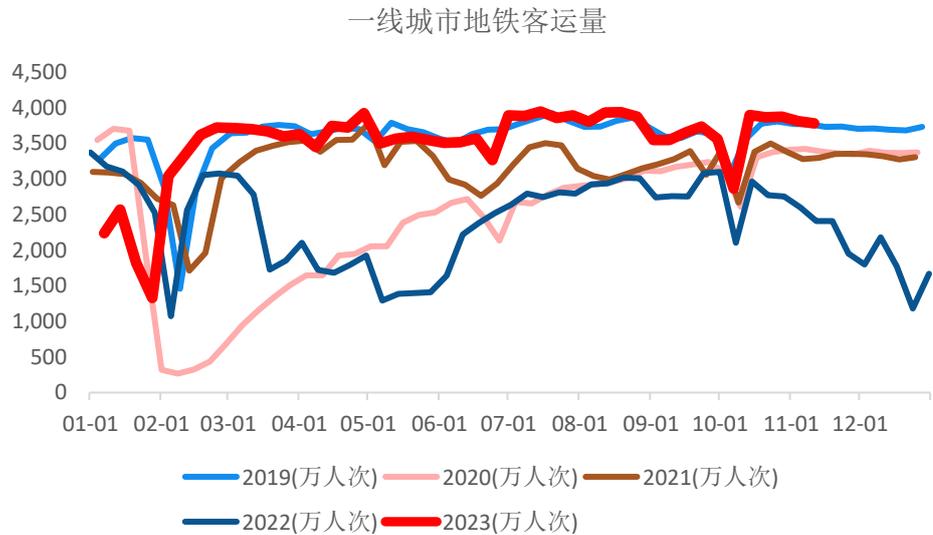
流动性，市场流动性仍然偏紧，银行间质押式回购加权利率和同业存单到期收益率今年 8 月中旬之后中枢明显抬升，近期仍在高位运行，市场对流动性的呵护期待变强。

图 7：30 大中城市:商品房成交面积:周



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 8：一线城市地铁客运量（万人次）



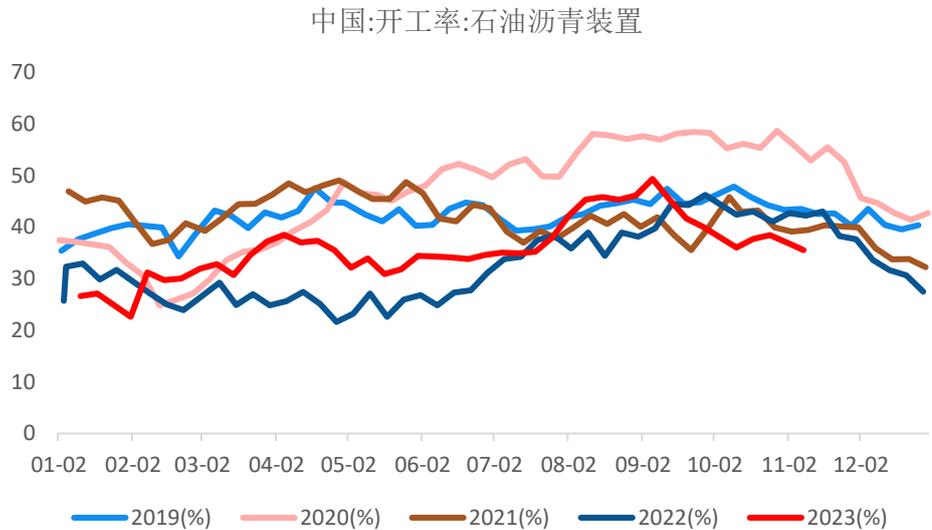
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 9：执行航班（架次）



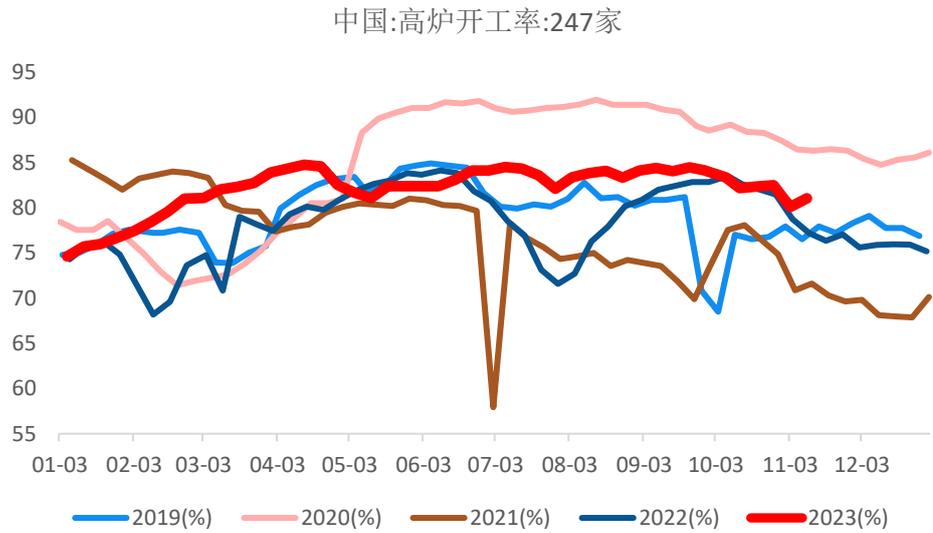
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10：中国:开工率:石油沥青装置



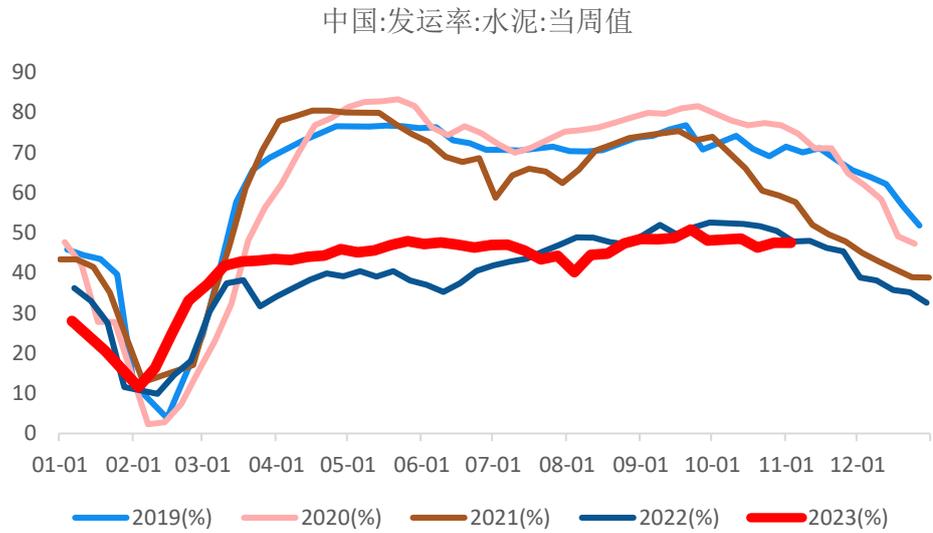
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11: 中国:高炉开工率(247 家):全国 (%)



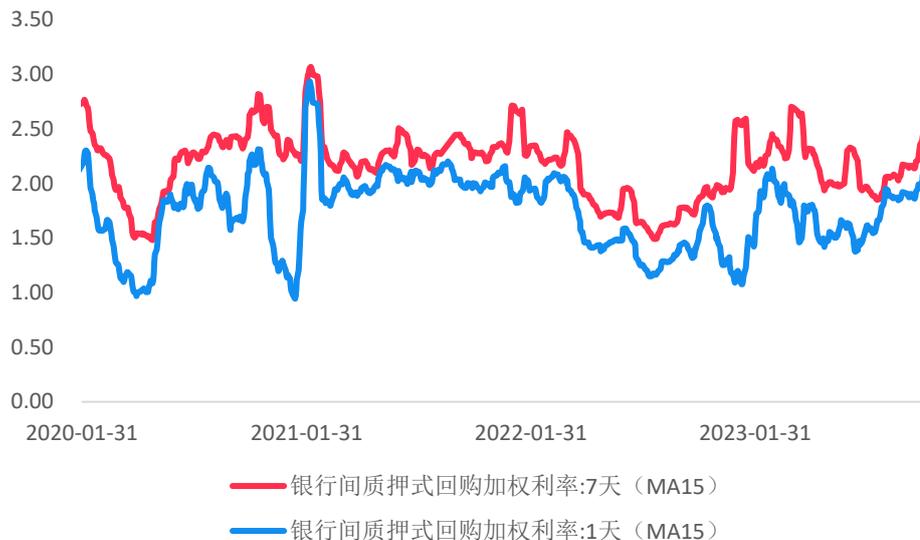
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 中国:发运率:水泥:当周值 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 14：同业存单到期收益率（%）



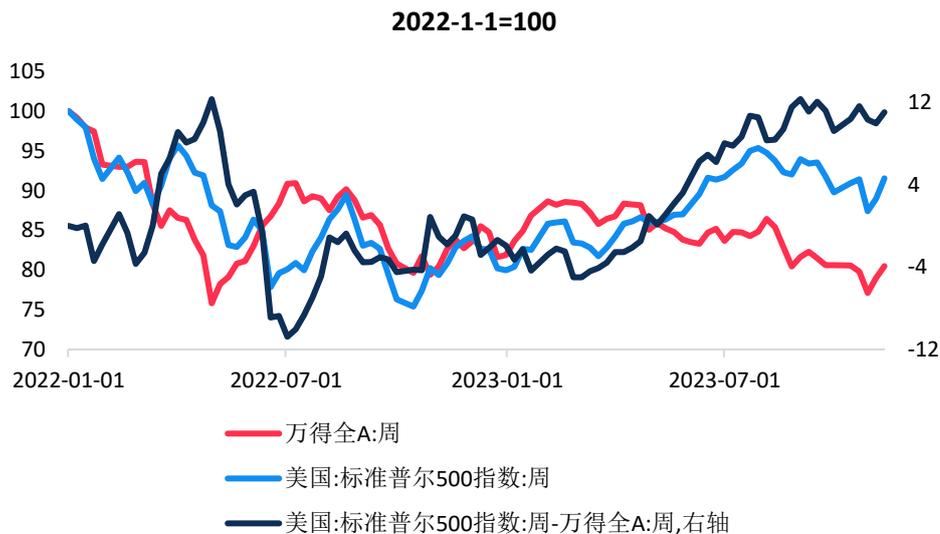
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

10 月数据陆续公布，从公布的 PMI、物价和外贸数据上观察，10 月经济相对较弱，大概率在 9 月短暂反弹的基础上回落，9-10 月的经济基本保持 7 月以来的低位企稳。由于二季度的社融明显下行，鉴于社融的滞后影响，年底的经济特别是制造业仍有转弱的可能性。

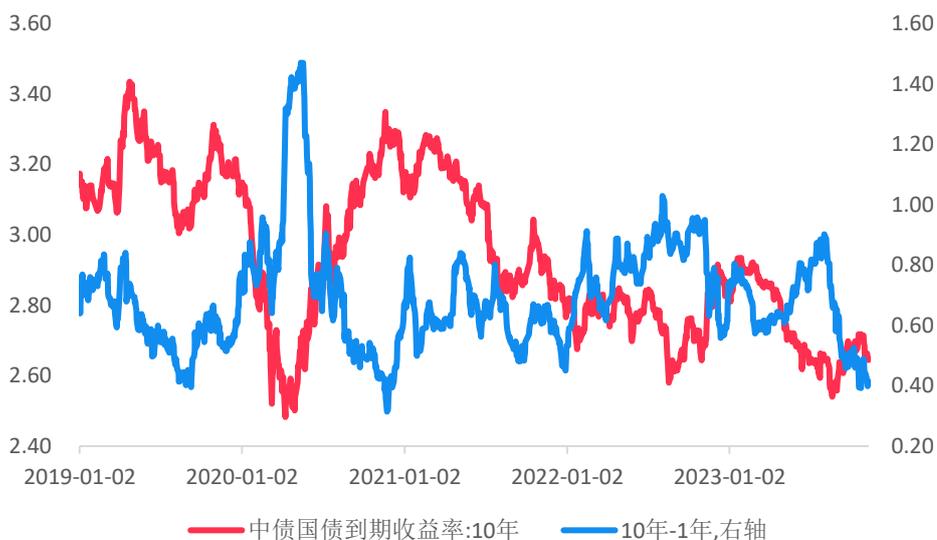
在这种背景下，一定程度的股弱债强仍有可能。然而，市场对经济下行后政策发力的预期增强，另外，当前 A 股与美股背离拉大，而且市场在 3000 点左右有较为强大的博弈力量，这些因素可能导致股市指数下跌的幅度不大。债市的利好仍在，但挑战前低的可能性不大，有待降息操作的加持。此外，债市期限利差加大提供了博弈利差收窄的机会。

图 15: A 股与美股背离 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 16: 国债收益率期限利差 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

5 风险提示

地产下行超预期，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