

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

- 10 月金融数据点评：财政托举总量，政策左右结构
- 宏观周报：伺机而动
- 10 月物价数据点评：CPI 转负，核心走弱

- 上周政策利好频出，银行拟制定房企融资白名单、深圳二套首付大幅下调等提示地产政策可能进一步放松，同时中国扩大 6 国免签入境有望进一步促进入境游市场复苏。然而，目前市场整体风险偏好较弱，股市仍延续弱势，市场在 20 日与 60 日均线范围内博弈较为剧烈。万得全 A、沪深 300 和创业板指分别累计下跌 0.95%、0.84% 和 2.45%。国内基本面和外盘波动不大，但上周国内债市大幅调整，10 年期国债活跃券收益率上行超 5BP，可能是由于偏紧的资金面长期未得到缓解，市场或许开始交易政策转向预期。
- 上周受部分北交所证券纳入中证全指指数利好消息影响，小盘股炒作热潮进一步发酵，北证 50 逆势走强，上周累计上涨超 20%。参考 2012 年底创业板指的独立行情，当时创业板在估值和业绩改善的双重利好下走出持续牛市，对比当时创业板涨幅，目前北证 50 可能已存在一定超涨，但考虑到北证 50 估值仍然较低，短期来看不排除后续仍有一定上涨空间。
- 近期人民币兑美元大幅升值，离岸人民币最高已突破 7.13，主要系美元走弱影响，人民币兑其他 SDR 一揽子货币来看则相对稳定。北向资金边际有所好转，但仍在流出，可能对 A 股构成一定压制。美联储表示美国第四季度的 GDP 增速将较第三季度显著放缓，美债大概率已经见顶回落。目前 A 股与美股之间价差已经扩大至 30%，A 股短期向上的概率偏大于向下的概率。
- 近期资金面紧张可能与央行稳汇率的政策导向有关，但近期人民币表现强势，而资金面紧平衡的局面仍未出现明显改善。10 月底跨月时资金面持续紧张，市场预期只是短期效应，并未传导至长端利率，国债期货远月合约较近月合约明显走强。然而上周政策利好的频繁出现使得市场整体预期出现明显改变，债市全线调整。上周 10 年期国债活跃券收益率突破 2.7% 关键点位，对比前期高点（10 月 25 日）的点位 2.73%，目前美债利率较低，而资金利率偏紧，可能有突破前高的风险。
- 最近国内进入经济数据空窗期，高频数据同样未出现明显变化。地铁客运量略有回落，国内航班小幅回升，国际航班执飞量近期也进入平稳期。地产端表现持续低迷，地产销售和土地成交小幅回升，但均不及季节性。工业生产多数改善，沥青开工率和高炉开工率略有回升，生产端整体基本维持低位平稳。
- 往后看，由于社融的领先性，年底的经济仍有下行风险，但短时间内的利好政策频繁出台预示着政策可能出现转向。债市对政策变化较为敏感，但股市风险偏好仍低。如果政策利好持续，风险偏好可能至少在短期出现量变到质变，从而导致股市出现反弹。
- 风险提示：1) 美债波动超预期；2) 稳增长政策不及预期。

1 政策有松动，股市等反弹

上周政策利好频出，银行拟制定房企融资白名单、深圳二套首付大幅下调等提示地产政策可能进一步放松，同时中国扩大 6 国免签入境有望进一步促进入境游市场复苏。然而，目前市场整体风险偏好较弱，股市仍延续弱势，市场在 20 日与 60 日均线范围内博弈较为剧烈。万得全 A、沪深 300 和创业板指分别累计下跌 0.95%、0.84% 和 2.45%。

国内基本面和外盘波动不大，但上周国内债市大幅调整，10 年期国债活跃券收益率上行超 5BP，可能是由于偏紧的资金面长期未得到缓解，市场或许开始交易政策转向预期。

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

上周受部分北交所证券纳入中证全指指数利好消息影响，小盘股炒作热潮进一步发酵，北证 50 逆势走强，上周累计上涨超 20%。参考 2012 年底创业板指的独立行情，当时创业板在估值和业绩改善的双重利好下走出持续牛市，对比当时创业板涨幅，目前北证 50 可能已存在一定超涨，但考虑到北证 50 估值仍然较低，短期来看不排除后续仍有一定上涨空间。

图 2：北证 50 短期可能超涨



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

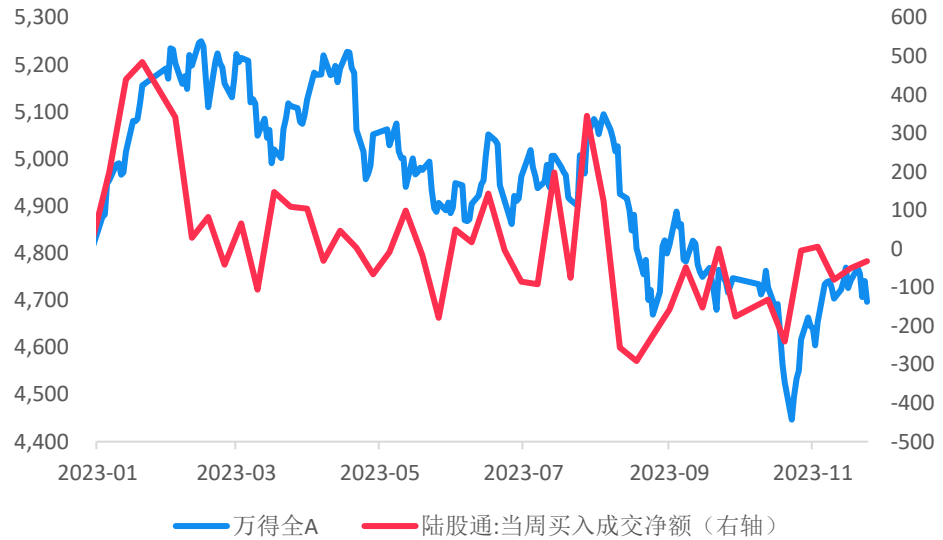
近期人民币兑美元大幅升值，离岸人民币最高已突破 7.13，主要系美元走弱影响，人民币兑其他 SDR 一揽子货币来看则相对稳定。北向资金边际有所好转，但仍在流出，可能对 A 股构成一定压制。

图 3：人民币兑美元大幅升值，对一揽子货币相对稳定



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：外资对 A 股仍构成一定压制（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

美联储表示美国第四季度的 GDP 增速将较第三季度显著放缓，美债大概率已经见顶回落。目前 A 股与美股之间价差已经扩大至 30%，A 股短期向上的概率偏大于向下的概率。

图 5：中美股市价差再度扩大

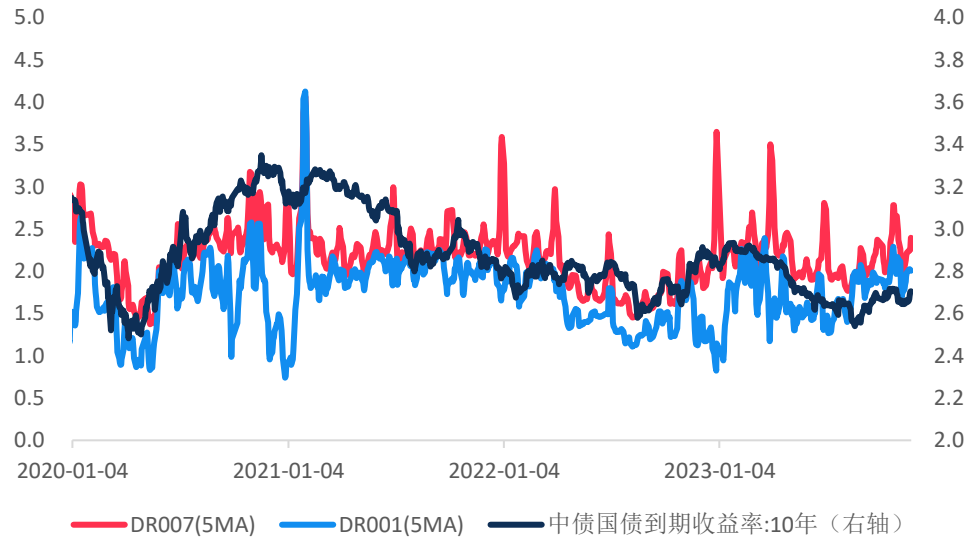


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

1 债市到达关键点位，政策博弈加剧

近期资金面紧张可能与央行稳汇率的政策导向有关，但近期人民币表现强势，而资金面紧平衡的局面仍未出现明显改善，降准预期落空，存单利率持续高位运行，上周 1 年期存单利率上行至 2.62%。

图 6：资金面仍维持紧平衡（%）

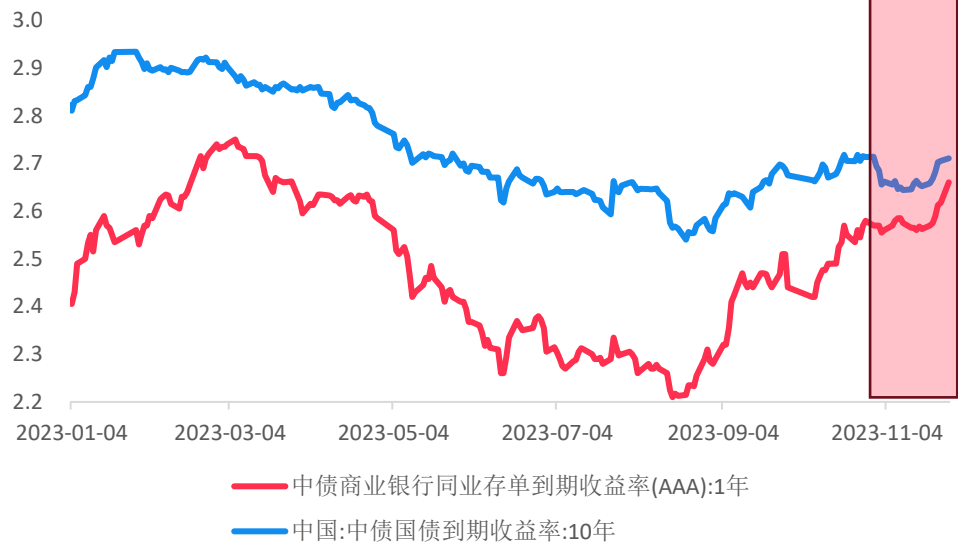


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

10 月底跨月时资金面持续紧张，市场预期只是短期效应，并未传导至长端利率，受美债影响，国内 10 年期国债收益率持续下行，与存单利率明显背离，同时国债期货远月合约（2403）较近月合约（2312）明显走强。然而上周政策利好的频繁出现使得市场整体预期出现明显改变，债市全线调整。

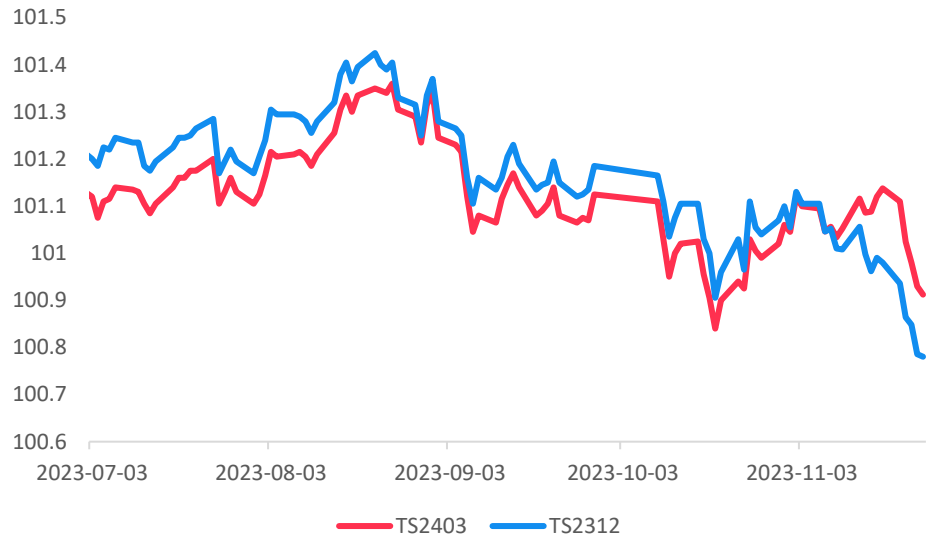
上周 10 年期国债活跃券收益率突破 2.7% 关键点位，对比前期高点（10 月 25 日）的点位 2.73%，目前美债利率较低，而资金利率偏紧，可能有突破前高的风险。

图 7：短端利率逐渐传导至长端（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 8：2 年期国债期货远月合约较近月合约明显走强

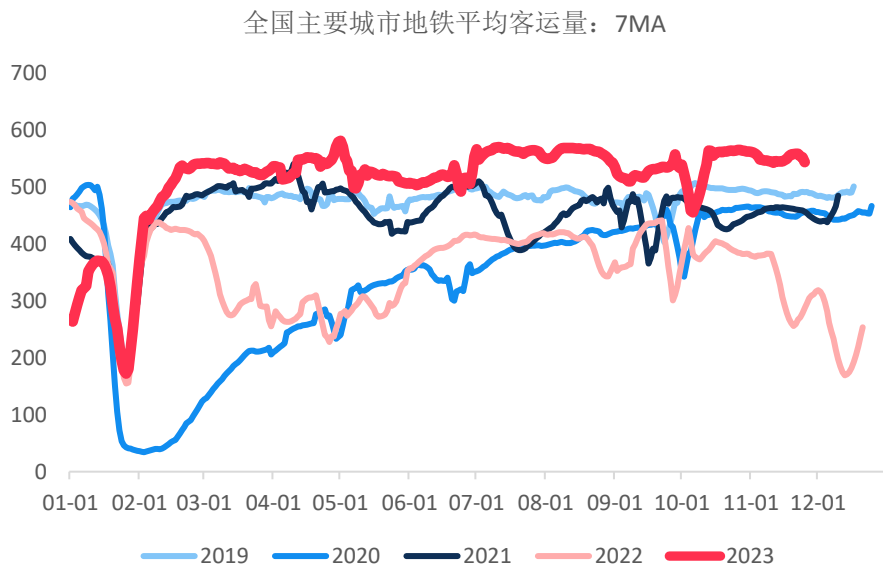


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 国内经济延续弱修复

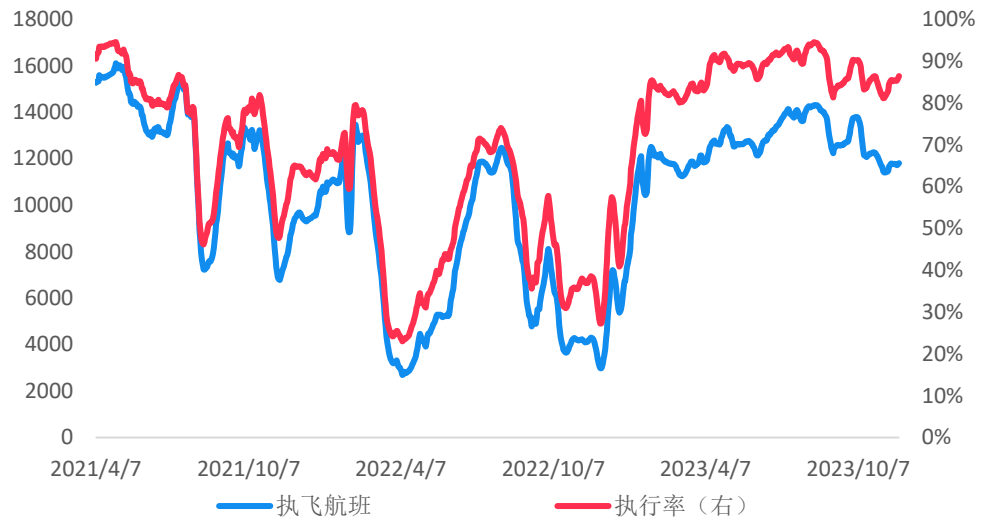
最近国内进入经济数据空窗期，高频数据同样未出现明显变化。地铁客运量略有回落，国内航班小幅回升，国际航班执飞量近期也进入平稳期。地产端表现持续低迷，地产销售和土地成交小幅回升，但均不及季节性。工业生产多数改善，沥青开工率和高炉开工率略有回升，生产端整体基本维持低位平稳。

图 9：全国主要城市地铁平均客运量：7MA（万人次）



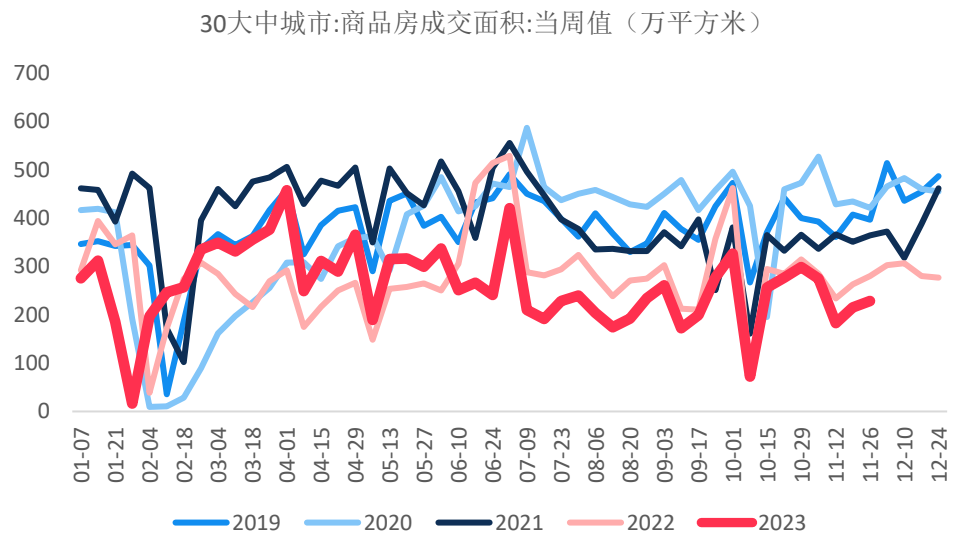
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10：国内航班执飞量（架次）和执行率



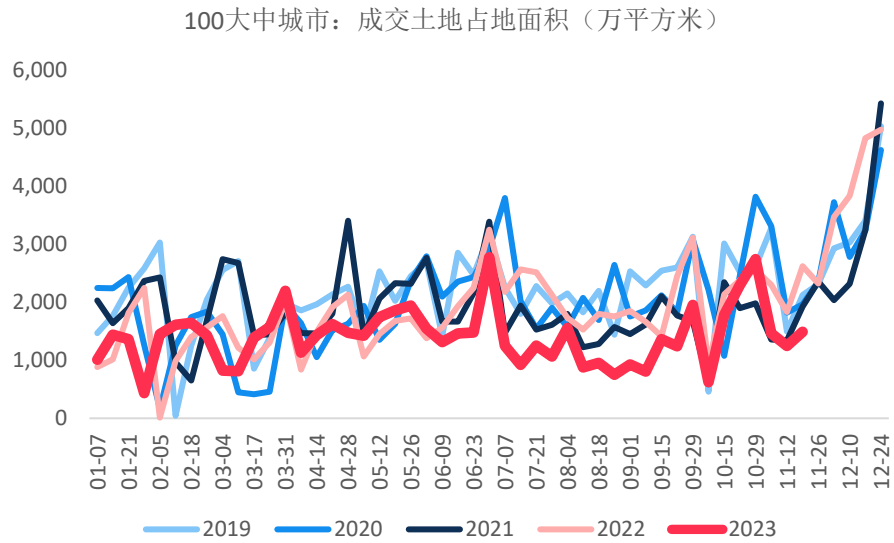
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11：30 大中城市:商品房成交面积:当周值（万平方米）



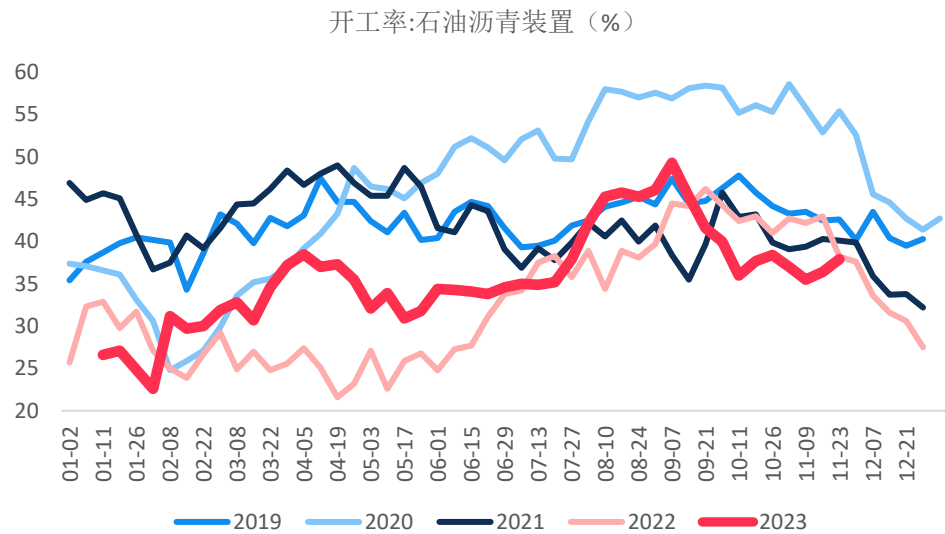
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 100 大中城市: 成交土地占地面积 (万平方米)



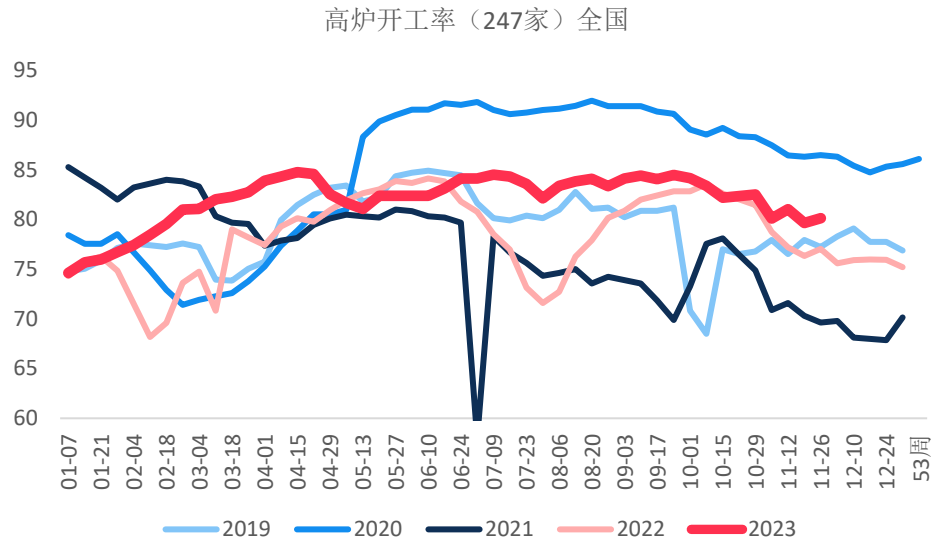
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 开工率:石油沥青装置 (%)



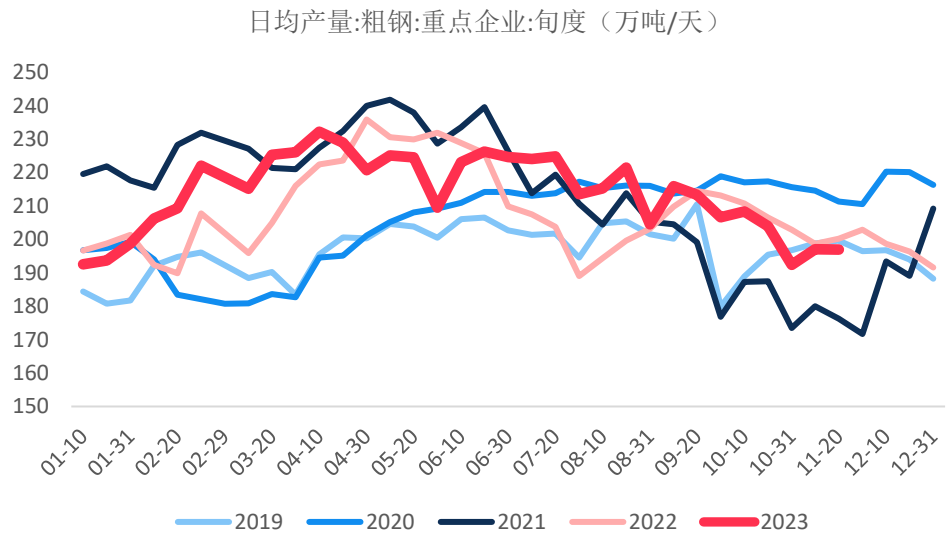
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 高炉开工率 (247 家) 全国 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 日均产量:粗钢:重点企业:旬度 (万吨/天)

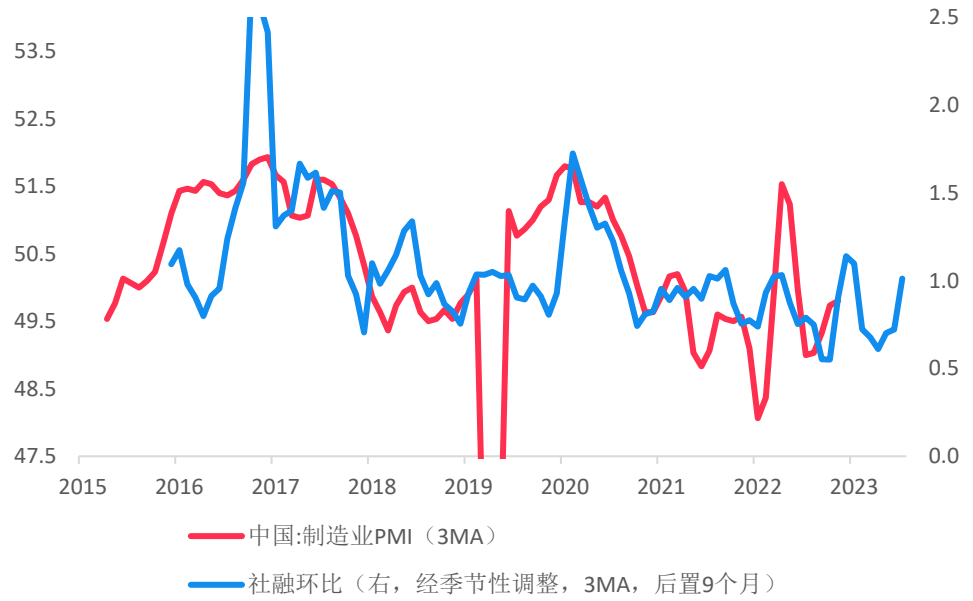


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

往后看, 由于社融的领先性, 年底的经济仍有下行风险, 但短时间内的利好政策频繁出台预示着政策可能出现转向。债市对政策变化较为敏感, 但股市风险偏好仍低。如果政策利好持续, 风险偏好可能至少在短期出现量变到质变, 从而导致股市出现反弹。

图 16: 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

5 风险提示

- 1) 美债波动超预期; 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