

核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话：86-10-56511796

- 上周资本市场出现分化，结构化行情继续演绎。7-8 月份疫情显著影响了资本市场走势。商品上涨，债券收益率下行，股市结构性行情明显，消费继续走弱，周期大幅走强。然而，随着疫情的消退，经济修复，以上逻辑导致的行情可能有一定的调整。
- 疫情冲击服务业，市场分化。从 8 月 PMI 数据来看，疫情冲击下，服务业 PMI 下滑 6.7 至 45.2，回落至荣枯线以下。此轮疫情发端于机场，传播范围相较年初疫情更广。江苏、河南、湖北等经济大省由于封锁服务业受冲击明显，但制造业受冲击相对较小。受此影响商品上行，债券收益率下行，周期板块走强，消费弱势。但 9 月随着疫情的消退，以上逻辑导致的行情可能出现调整。
- 债券市场博弈宽信用时点。8 月票据利率保持在较低水平，反映银行配置票据的意愿仍然较高，市场信贷需求偏弱。目前，专项债发行进度仍然偏慢，截止 8 月底进度仍未过半，仅有 48.7%。市场对于宽信用是否能够实现存在较大分歧。近期商品房成交数据显著下降，政府继续压制地产，四季度地产景气度可能仍然处于低位，基建投资将成为宽信用主要发力方向。
- 疫情冲击非农，美元再度下跌。美国 8 月新增非农就业 23.5 万，低于预期的 73.3 万，为今年 1 月以来最低值，美联储 9 月宣布 Taper 的可能性大幅下降。非农数据公布之后，有色金属普涨，但原油下跌近 2%，主要原因在于非农服务业分项受冲击更明显。如果 9 月美国新增病例继续保持高位震荡，后续非农就业仍然将保持弱势，Taper 可能继续推迟。
- 以半年维度来看，国内经济有望维持低位平稳，股债大体维持震荡格局。然而，全球经济特别是工业经济走弱值得关注，监管政策有一定的不确定性，全球疫情仍存变数。建议多看少做，紧密跟踪，灵活应对。

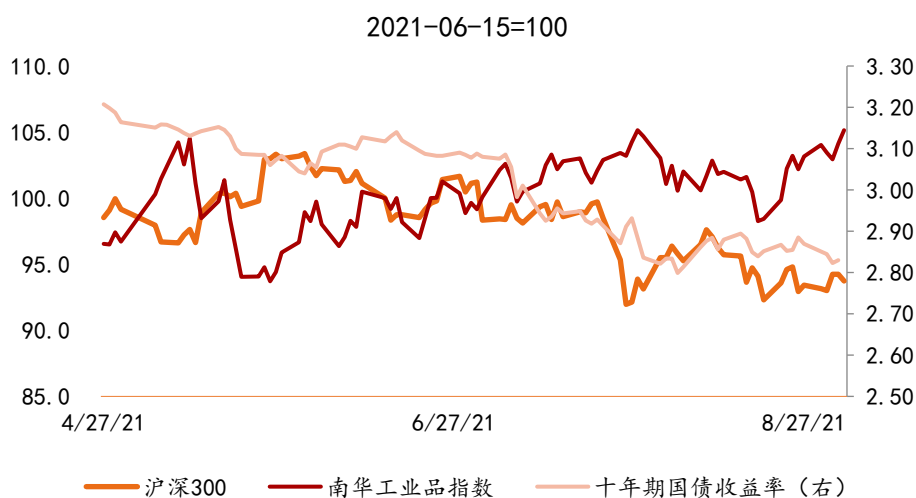
风险提示：经济下行超预期，疫情超预期

上周资本市场出现分化，结构化行情继续演绎。7-8 月份疫情显著影响了资本市场走势。商品上涨，债券收益率下行，股市结构性行情明显，消费继续走弱，周期大幅走强。然而，随着疫情的消退，经济修复，以上逻辑导致的行情可能有一定的调整。

疫情冲击服务业，市场分化

上周资本市场出现分化，结构化行情继续演绎。商品价格继续上行，股市的周期板块也继续走强；债券收益率则出现下行，股市的消费板块则延续弱势。

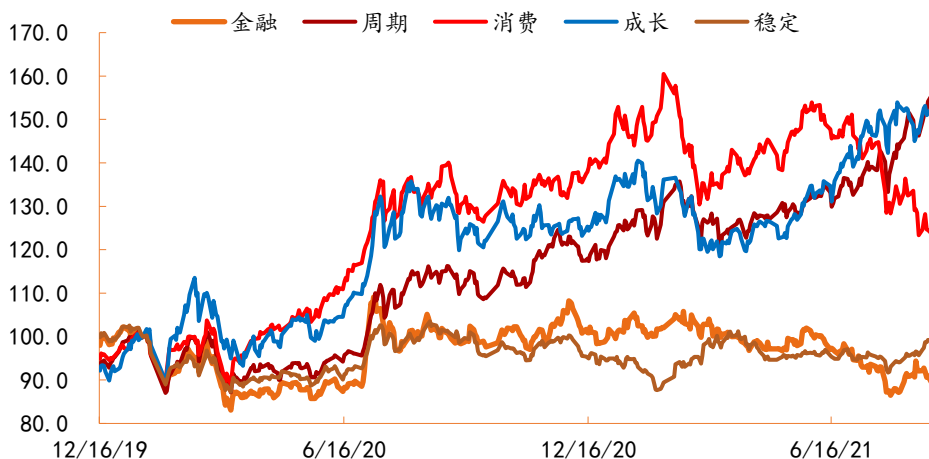
图 1：商品和债市走强，股市继续分化



资料来源：Wind, 首创证券

这背后的主要逻辑是7-8月疫情的影响。疫情对服务业产生了较大的负面影响，引发了市场对经济的悲观预期，收益率因而下行。市场预期政府维稳，因此股市的相关板块得以上行。

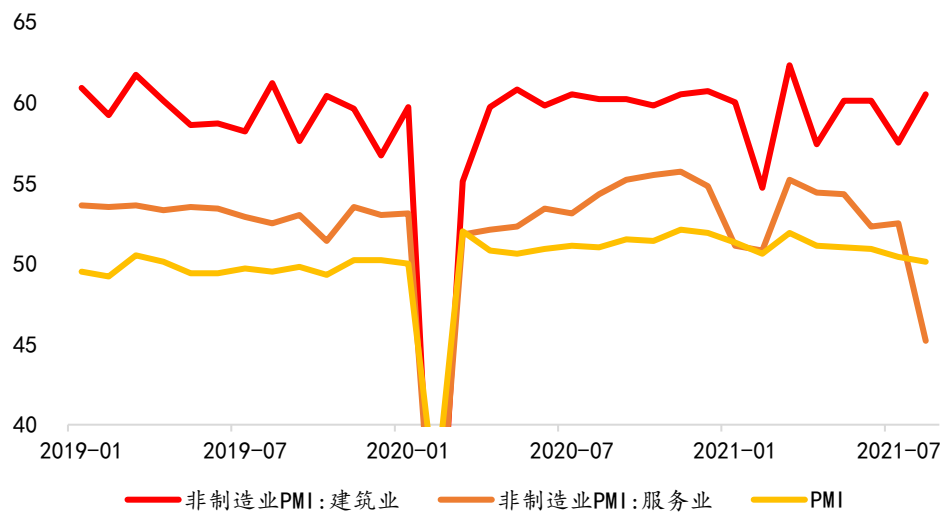
图 2：结构分化依然显著



资料来源: Wind, 首创证券

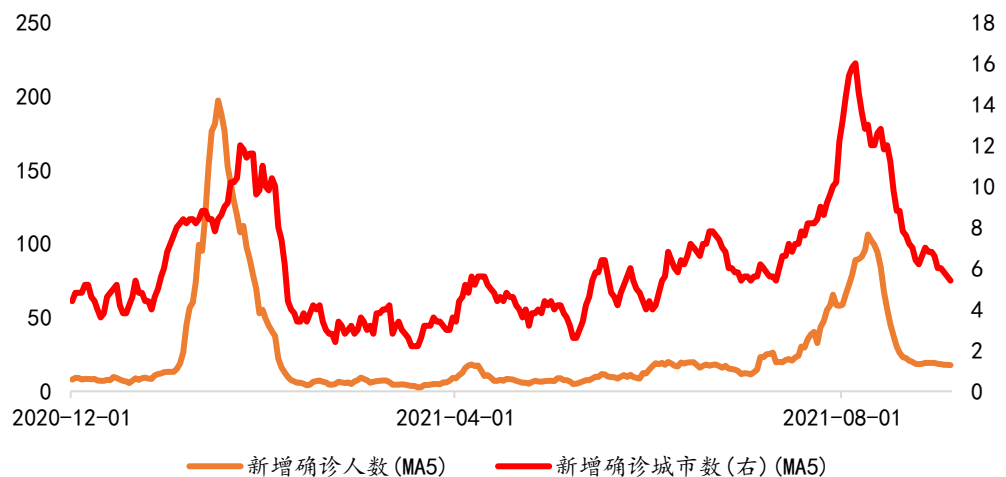
从8月PMI数据来看,疫情冲击导致服务业大幅回落,制造业PMI下降0.3至50.1,建筑业上升3.0个点至60.5,而服务业下滑6.7至45.2,回落至荣枯线以下。相较年初疫情,此轮疫情发端于机场,尽管新增病例数略低,但传播范围更广。江苏、河南、湖北等经济大省由于封锁服务业受冲击明显,河南地区同时还受到洪灾影响。如果九月份疫情控制较好,服务业将出现反弹。

图3: PMI分化



资料来源: Wind, 首创证券

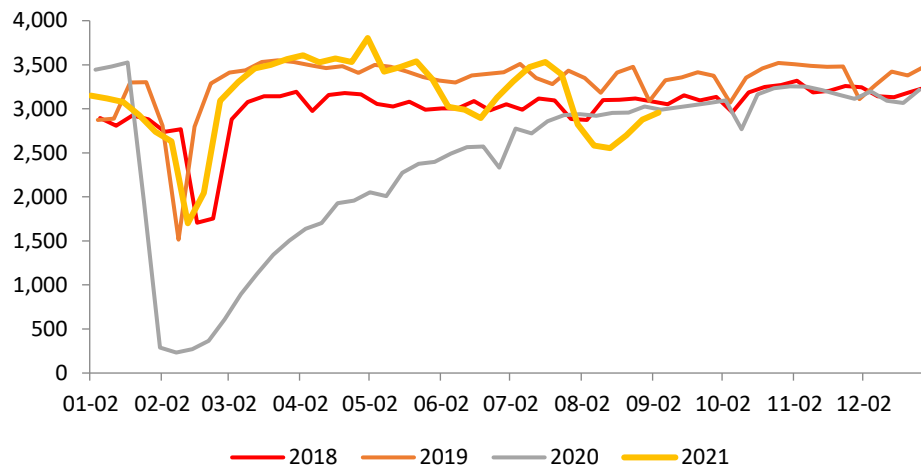
图4: 此轮疫情传播广度更大



资料来源: Wind, 首创证券

从地铁客运量数据来看,此轮疫情对出行冲击强于年初的河北疫情和六月的广深疫情,大城市受影响明显更严重。服务业相对制造业分布更集中于大城市,因此受到的冲击更大。然而,随着疫情的消退,经济修复,以上逻辑导致的行情可能有一定的调整。

图 5：地铁客运量

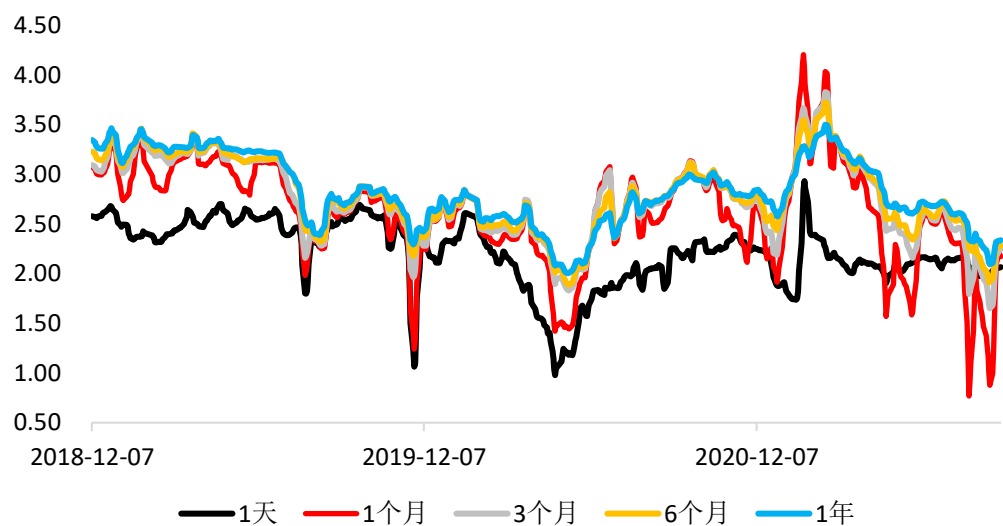


资料来源：Wind, 首创证券

债券市场博弈宽信用时点

从 8 月份票据利率来看，国股银票转贴现利率中枢保持在较低水平，反映银行配置票据的意愿仍然较高，市场信贷需求偏弱。8 月下旬在央行信贷形势座谈会后票据利率大幅反弹，月末银行贷款可能有所上升，但社融总体水平预计仍然偏低。

图 6：国股银票转贴现利率（MA5）

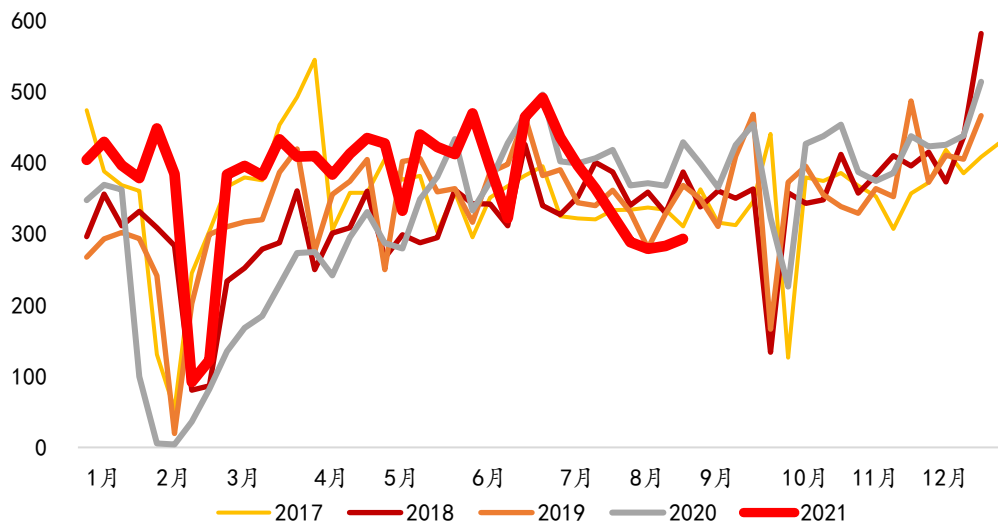


资料来源：Wind, 首创证券

上周 PMI 超预期下行，尤其是服务业明显更弱，10 年国债利率下行近 3BP，随后 9 月 1 日国常会表态宽信用，债券市场继续博弈央行是否会进一步宽货币，以及宽信用何时放量，长债利率低位震荡，政策的风吹草动都将影响债券市场走势。

8 月份商品房成交数据显著下降。政府通过控制房贷额度，提升房贷利率等方式控制购房需求；另一方面由于溢价率被限制，政府放地意愿有所下降，下半年地产景气度可能仍然处于低位，基建投资将成为宽信用主要发力方向。

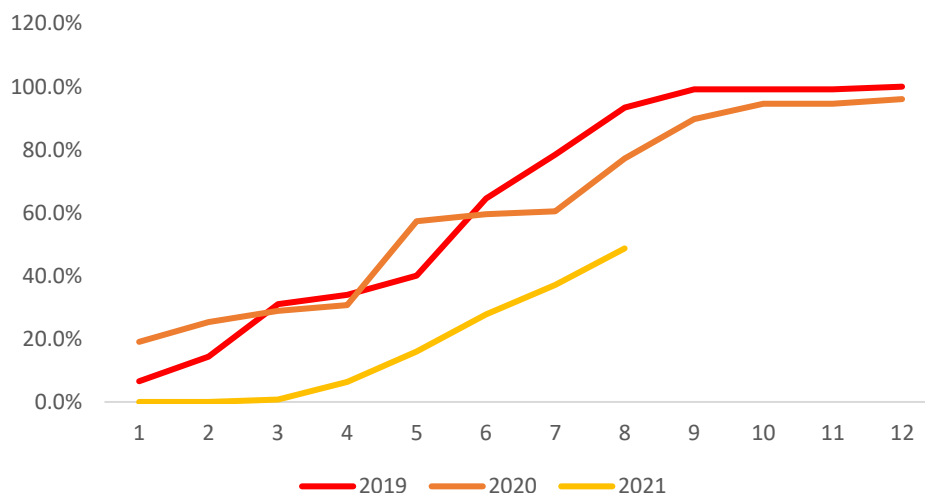
图 7：30 城年度商品房成交数据（万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券

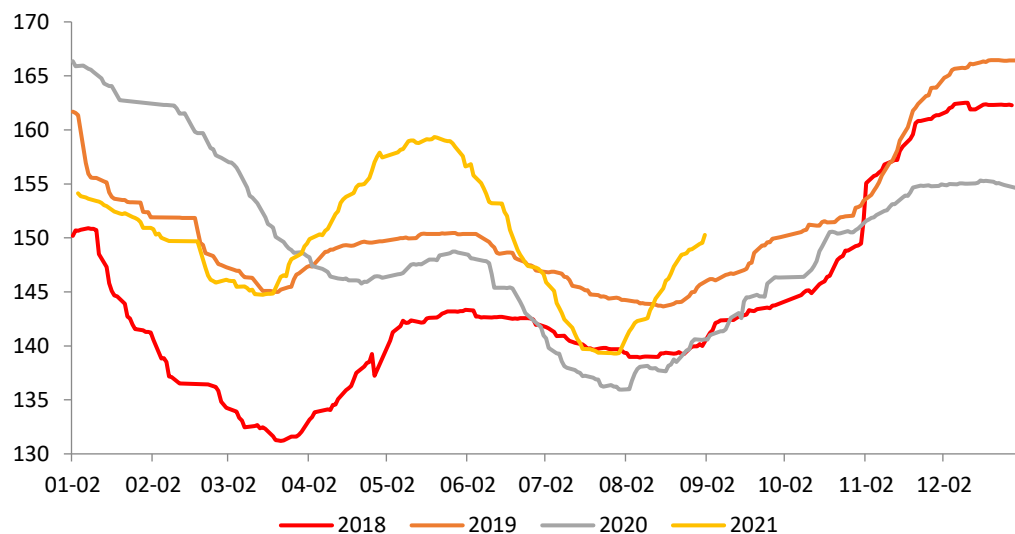
目前，专项债发行进度仍然偏慢，截止 8 月底进度仍未过半，仅有 48.7%。市场对于宽信用是否能够实现存在较大分歧。从建材数据来看，水泥价格近期有所上行，螺纹钢持续去库，建筑业 PMI 重回 60 以上，后续走势需持续跟踪。

图 8：新增专项债发行进度



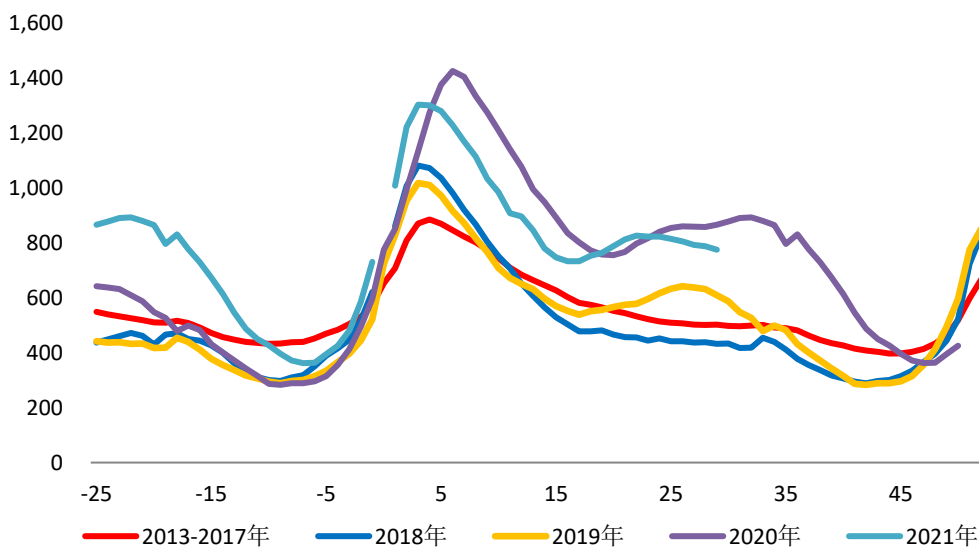
资料来源：Wind, 首创证券

图 9：水泥价格指数：全国



资料来源：Wind, 首创证券

图 10：螺纹钢库存（万吨）

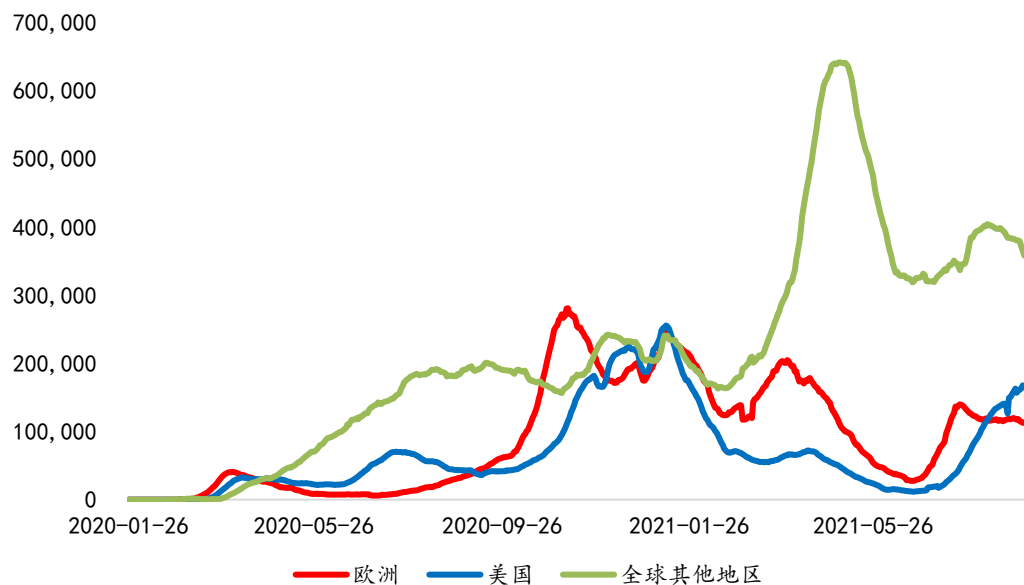


资料来源：Wind, 首创证券

疫情冲击非农，美元再度下跌

全球疫情又出现转折，欧洲新增病例高位震荡，美国新增病例仍在上行，全球其他地区新增病例出现拐点下行，另外近期美国经济数据有所下滑，美元由高点下跌超过 1.1%。

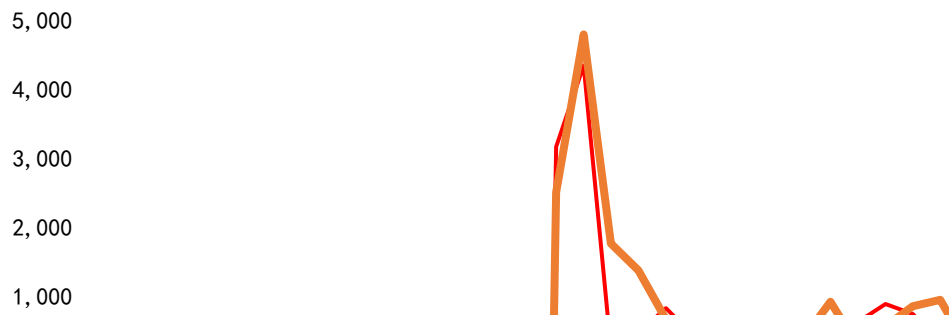
图 11：新增确诊病例



资料来源：Wind, 首创证券

美国 8 月就业数据超预期走弱，ADP 就业 37.4 万人，低于预期的 61.3 万，而非农就业数据 23.5 万，低于预期的 73.3 万，为今年 1 月以来最低值；失业率为 5.2%。就业方面尚未“取得实质性的进一步进展”，美联储 9 月宣布 Taper 的可能性大幅下降，预计将于 4 季度非农数据好转后宣布 Taper 具体计划。

图 12：美国 ADP 与非农就业数据



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26184

