

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: 86-10-56511920

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511796

- 上周股市出现明显调整，由于稳增长信号初显，周期股底层逻辑受到挑战，出现明显回落。海外利空因素扰动，全球市场波动加剧，恒大事件的风险相对仍可控制，我们认为股债走势与 2019 年下半年类似，整体处在震荡格局。
- 稳增长信号初显，周期股已近中后期。上周股市大幅下跌，债券震荡，商品小幅回落，黑色系出现明显调整，周期股见顶回落。“730 会议”后，稳增长信号逐渐明确，周期股在此节点后大幅走强，其后 32 个交易日日内上涨超过 22%，领跑各类风格指数。但随着央行、国常会、发改委发声宽信用，市场见证 8 月社融放量，疫情加剧的情况下投资有所回暖，市场预期正在逐渐得到兑现，周期股底层逻辑受到挑战，出现明显回落。
- 恒大事件风险整体可控，政府应对政策储备充足，但过程和时点仍需观察。恒大集团债务风险发酵，部分金融股受此拖累下行，权重股走弱，9 月 20 日恒生指数当日下跌 3.3%。市场目前担忧恒大事件演化为系统性金融风险。但长期以来，央行持续表态要牢牢守住不发生系统性金融风险的底线，政府应对风险的政策储备较多；其中货币政策、地产政策的调控空间均较大，因此出现极端风险的概率相对较小。
- 全球市场风险上升，市场大幅震荡。海外方面，法澳由于核潜艇订单问题出现摩擦，国际争端形势有所升级。另外，针对美国债务上限问题，财政部长耶伦意外发声警示新一轮金融危机风险，受此影响市场大幅 Risk Off。本周众议院民主党寻求一项立法，将通过临时拨款维持联邦政府的正常运转，并暂停美国债务上限至 2022 年 12 月 16 日，黑天鹅的风险仍然存在。
- 股债走势与 2019 年下半年类似，整体处在震荡格局。10 年期国债收益率目前在 2.8-2.9 区间震荡是暂时合理的位置。当前市场对经济下行的预期较为一致，周期股目前依然有支撑。但随着经济企稳甚至短期弱反弹的信号逐渐显现，周期股的底层逻辑将受到挑战。

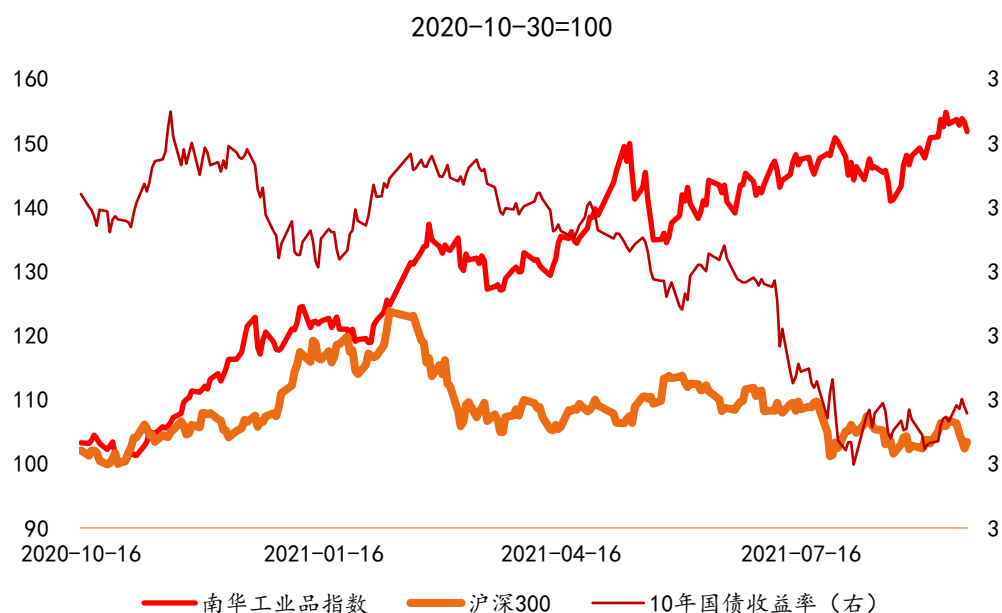
风险提示：经济下行超预期，疫情超预期

上周股市出现明显调整，由于稳增长信号初显，周期股底层逻辑受到挑战，出现明显回落。海外利空因素扰动，全球市场波动加剧，恒大事体的风险相对仍可控，我们认为股债走势与 2019 年下半年类似，整体处在震荡格局。

稳增长信号初显，周期股已近中后期

上周国内市场股市大幅下跌，债券震荡，商品小幅回落，黑色系出现明显调整，周期股见顶回落，消费则相对稳定。

图 1：上周股债商走势

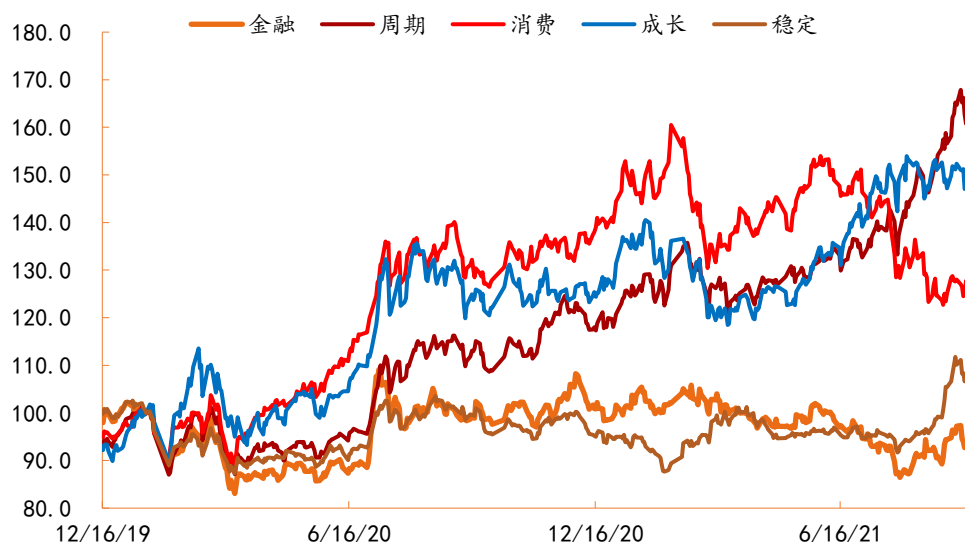


资料来源：Wind, 首创证券

观察周期股走势，在“730 会议”后，稳增长信号逐渐明确，周期股在此节点后大幅走强，其后 32 个交易日内上涨超过 22% 领跑各类风格指数。但随着央行、国常会、发改委发声宽信用，市场见证 8 月社融放量，疫情加剧的情况下投资有所回暖，市场预期正在逐渐得到兑现，周期股在“买预期卖事实”的逻辑下呈现见顶回落的趋势。

疫情对于经济的影响仍然显著，四季度疫情如果出现进一步恶化，预计社零将出现一定反弹，消费股可能相对强势。

图 2：周期股现回调



资料来源：Wind, 首创证券

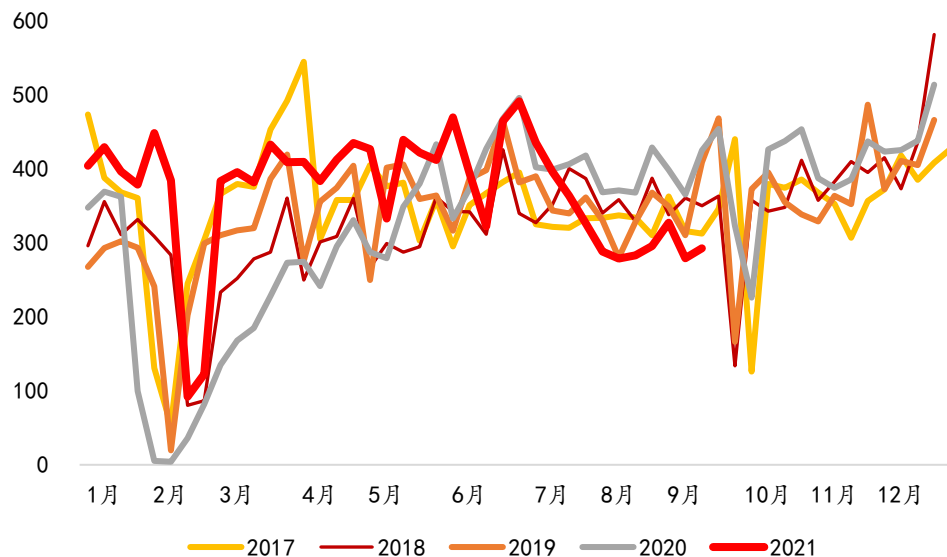
恒大事件风险整体可控

中秋节期间，受多个利空因素交织影响，全球市场再度大幅调整。港股方面，恒大集团债务风险发酵，负债率较高的房企均大幅下跌，部分金融股受此拖累下行，权重股走弱，恒生指数当日下跌 3.3%。另外，港府决定将粉岭高尔夫球场全部改建公租房，将大幅增加市场住房供应，延续了大陆“房住不炒”的政策，对于香港本地房价可能造成一定冲击。

恒大的流动性危机源于前期高周转的模式，在地产下行周期，监管政策趋严，限购限贷政策加强的环境下，金九银十之际商品房成交大幅下降，回款能力减弱。另外由于房企前期拿地价较高导致目前限价政策下毛利率下降，风险较高的房企融资难度加大；商票的兑付困难导致部分工程停工，反过来进一步加大期房销售难度。

市场目前担忧恒大事件演化为系统性金融风险。但长期以来，央行持续表态要牢牢守住不发生系统性金融风险的底线，政府应对风险的政策储备较多；其中货币政策、地产政策的调控空间均较大，因此出现极端风险的概率相对较小。

图 3：30 城年度商品房成交数据（万平方米）



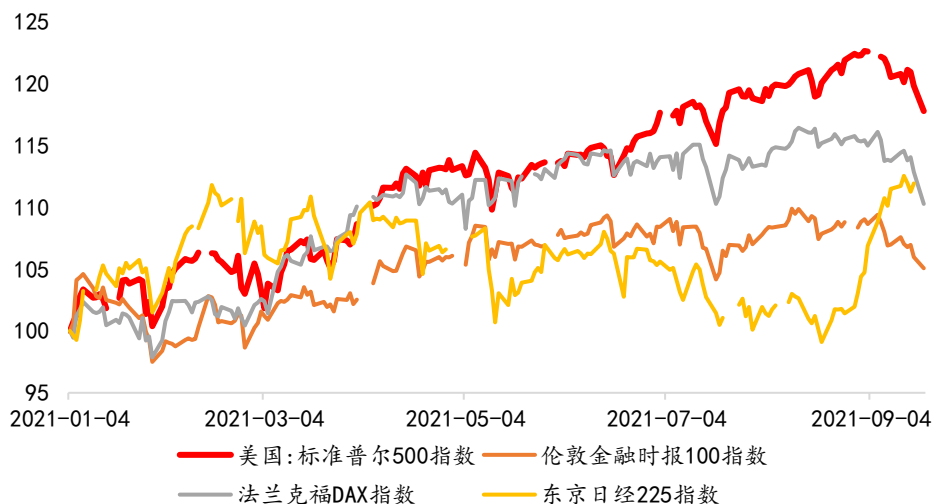
资料来源：Wind, 首创证券

全球市场风险上升，市场大幅震荡

海外方面，由于澳大利亚中止与法国的核潜艇订单项目，转而与美英达成“AUKUS”伙伴关系协议，法国召回驻美驻澳大使，国际争端形势有所升级。另外，针对美国债务上限问题，财政部长耶伦意外发声警示新一轮金融危机风险，受此影响市场大幅 Risk Off。本周众议院民主党寻求一项立法，将通过临时拨款维持联邦政府的正常运转，并暂停美国债务上限至 2022 年 12 月 16 日，黑天鹅的风险仍然存在。

另外，本周美联储即将公布利率决议，由于零售数据向好，市场再度担忧 Taper 风险，市场风险偏好大幅下降，9 月 20 日美股三大股指跌幅近 2%。欧洲股市也大幅下跌，法国 CAC40 指数跌近 2%，德国 DAX 指数、意大利富时 MIB 指数均跌超 2%。

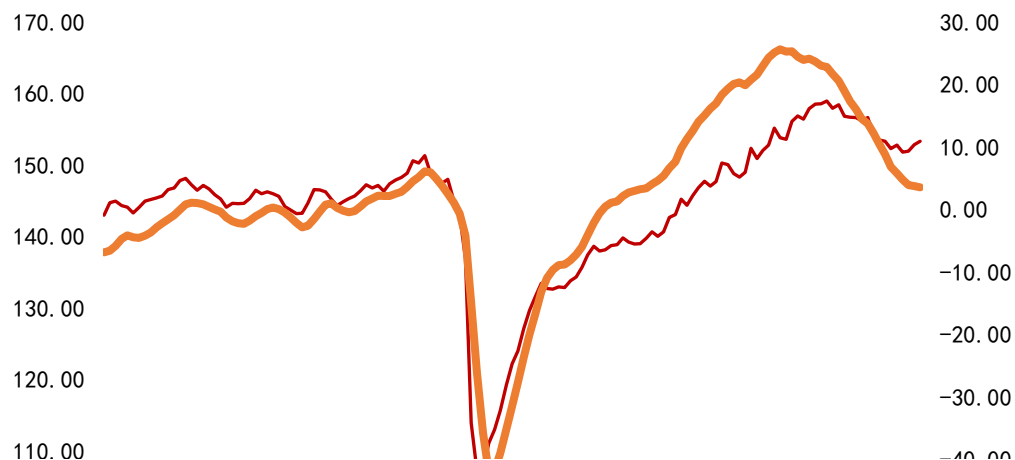
图 4：外盘整体走势



资料来源：Wind, 首创证券

往后看，美国经济见顶回落的趋势将逐渐得到确认，ECRI 领先指标持续走弱，我们于 7 月给出了对道指走势的预测，市场在 9 月明显走弱，验证了我们的猜想。

图 5：ECRI 指标增长年率大幅下滑



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_26847

