

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号: S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152692

相关研究

- 美联储 6 月议息会议点评: 加息符合预期, 后续仍有变数
- 5 月经济数据点评: 5 月弱修复, 6 月强预期
- 多空交织, 谨慎乐观

核心观点

- 国内疫情整体在边际上持续好转, 上海疫情没有出现明显反复, 北京疫情再次得到有效控制, 新增病例的省份已经稳步回落到 5 以下, 北京上海陆续复产复工。在此背景下, 高频数据显示经济在延续恢复。同时, 政策在延续放松, 尤其是房地产政策。综合来看, 近期国内疫情、经济、政策持续稳中向好, 有利于股市修复。
- **经济边际持续修复, A 股演绎独立行情。**A 股的独立行情主要体现为两点: 其一, A 股和国内商品和债市的走势出现分化, 南华工业品指数近期持续下行, 中债 10 年期国债收益率维持震荡, 而 A 股主要宽基股指仍在修复。其二, 也是更显著的一点, A 股自 4 月 27 日以来, 与全球股市的相关性较弱, 与美国主要股指更是呈现明显的负相关关系, A 股本轮反弹在全球股市中走出了独立行情。
- 首先, 从 2022 年全球股市的涨跌幅来看, 万得全 A、沪深 300、创业板指等指数跌幅并没有显著异于全球股市。其次, A 股的独立行情并非从年初开始, 从各国股指年初至 4 月 26 日的日度环比涨跌幅的相关系数来看, A 股与美股、德股以及亚洲股市均有较强的相关性。最后, 从各国股指 4 月 27 日至 6 月 17 日日度环比涨跌幅的相关系数来看, A 股与美股以及韩国、越南股市均呈现了明显的负相关关系。此外, 今年以来, 港股与 A 股的相关性始终较强。原因可能是中美的疫情形势、政策取向和宏观环境上的差异。
- **稳增长持续发力, 财政收支承压。**5 月财政延续了稳增长的力度, 广义财政收入较上月有所回升, 但广义财政赤字在进一步扩大。往后看, 财政收支的压力均不小。财政收入方面, 仅靠经济自身的修复可能恢复力度较弱, 土地市场的进一步企稳需要时间且时滞较长。财政支出方面, 3.65 万亿元的专项债限额已定, 如果后续没有其他财政增量工具, 财政支出的强度能否持续有待观察。
- 后市展望。A 股近期在反弹的过程中行业轮动的现象明显, 而板块轮动似乎指示市场情绪较好仍然是超跌反弹逻辑的延续。往后看, 市场焦点仍在经济恢复的高度和节奏, 这可能决定着短期反弹的高度。美国通胀见顶的预期在增强, 但仍需更多的证据佐证。短期来看, 建议仍然紧密跟踪几个市场主要矛盾的变化, 把握短期可能反弹的节奏。中长期的一些主要担忧尚未明显解除, 仍存一些变数, 市场大幅上行的时点仍需观察。建议在谨慎乐观的基础上跟踪观望, 灵活应对。

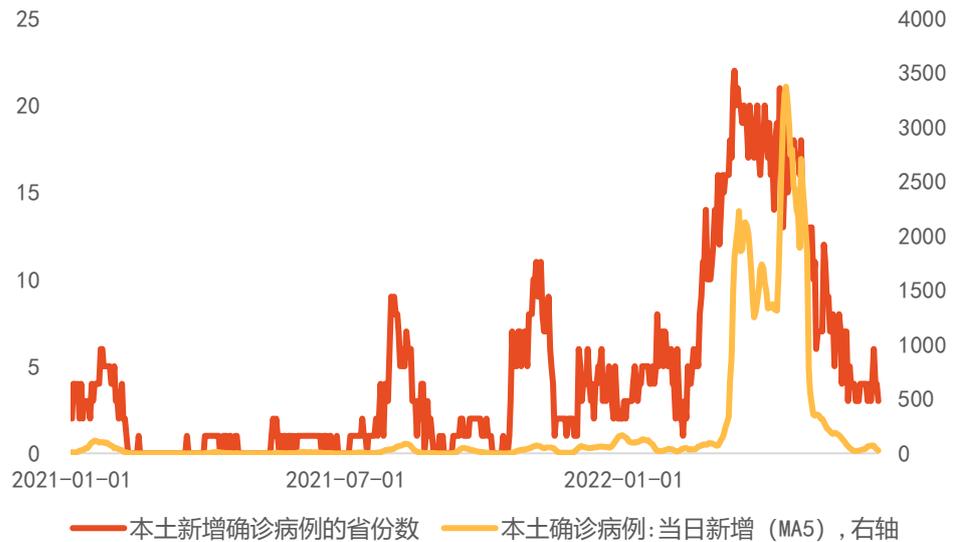
风险提示: 疫情变化超预期, 政策落地不及预期

国内疫情整体在边际上持续好转，经济重镇上海疫情没有出现明显反复，北京疫情再次得到有效控制，北京上海在陆续复产复工，新增病例的省份已经稳步回落到5以下。在此背景下，高频数据显示经济在延续恢复。同时，政策在延续放松，尤其是房地产政策。综合来看，近期国内疫情、经济、政策持续稳中向好，有利于市场修复。

1 经济边际持续修复，A 股演绎独立行情

国内疫情在持续好转，新增确诊病例数和涉及省份数大幅减少，上海疫情没有出现明显反复，北京疫情再次得到有效控制，同时政策暖风不断，对经济前景和市场信心有所提振。

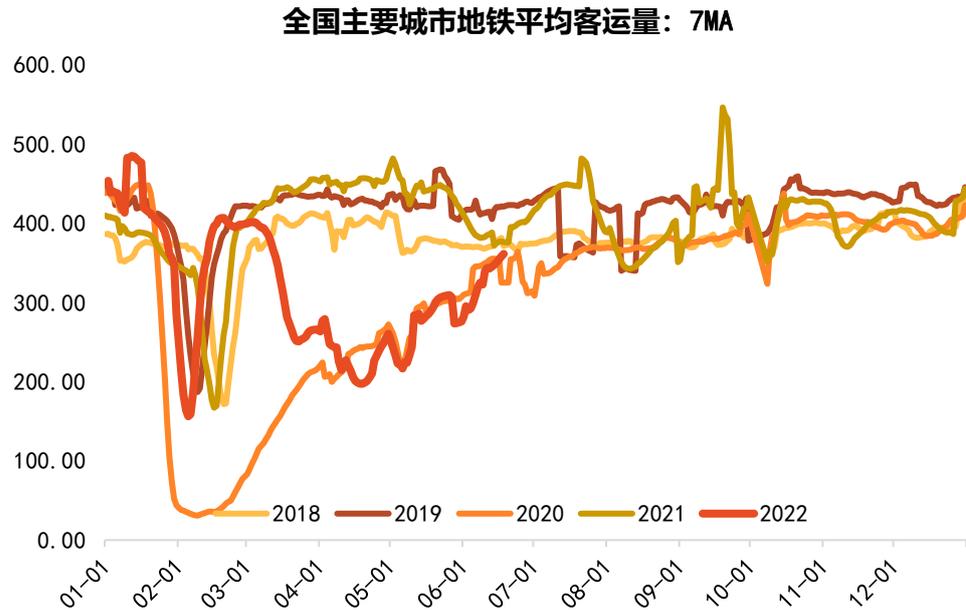
图 1：国内疫情明显好转



资料来源：Wind, 首创证券

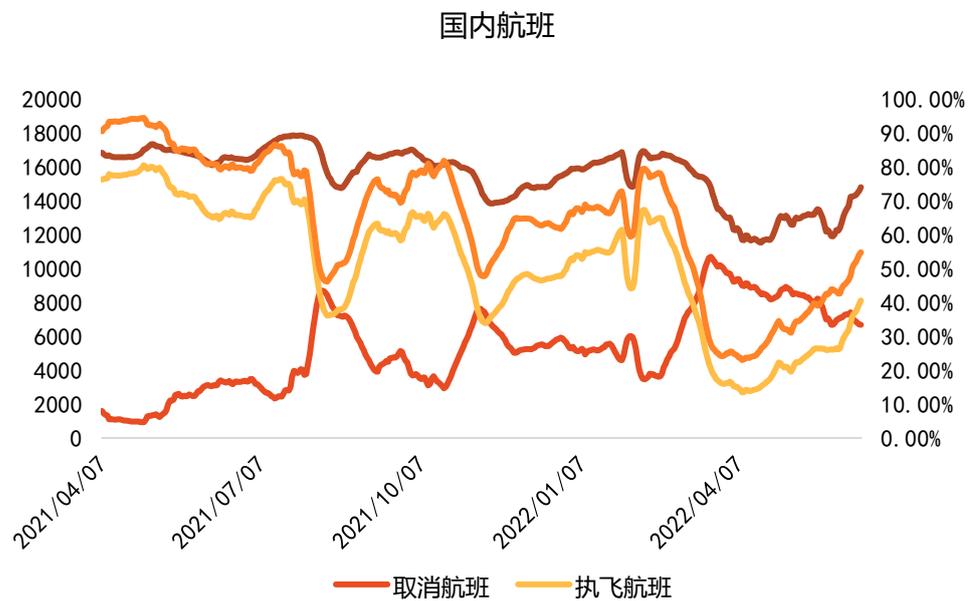
从经济高频数据来看，经济修复速度明显加快，全国主要城市地铁平均客运量水平已经超过 2020 年同期，国内航班计划总数、执飞航班数和执飞率均在上行，特别是房地产，在各地政策持续宽松下，迎来了商品房销售的显著抬升。

图 2：全国主要城市地铁平均客运量复苏



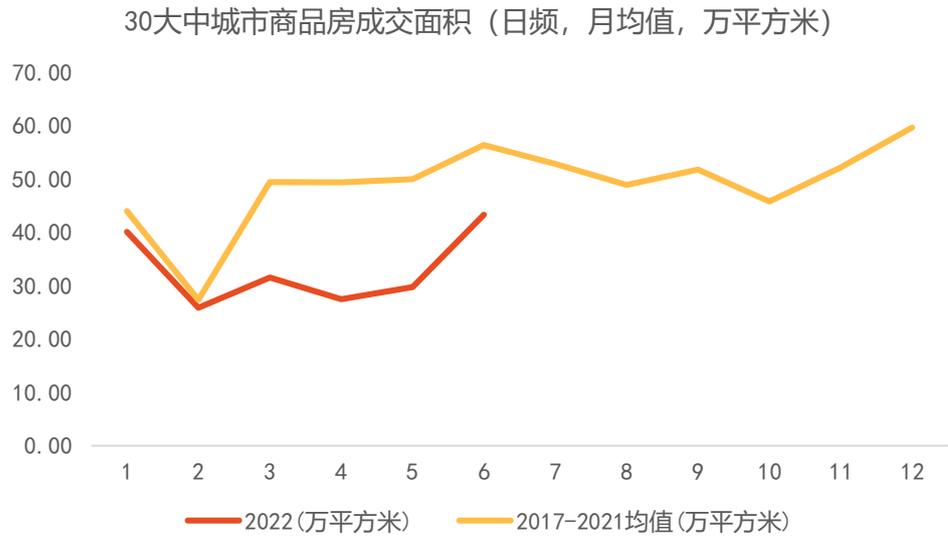
资料来源：Wind, 首创证券

图 3：国内航班修复



资料来源：Wind, 首创证券

图 4：30 大中城市商品房成交面积显著抬升（日频，月均值，万平方米）



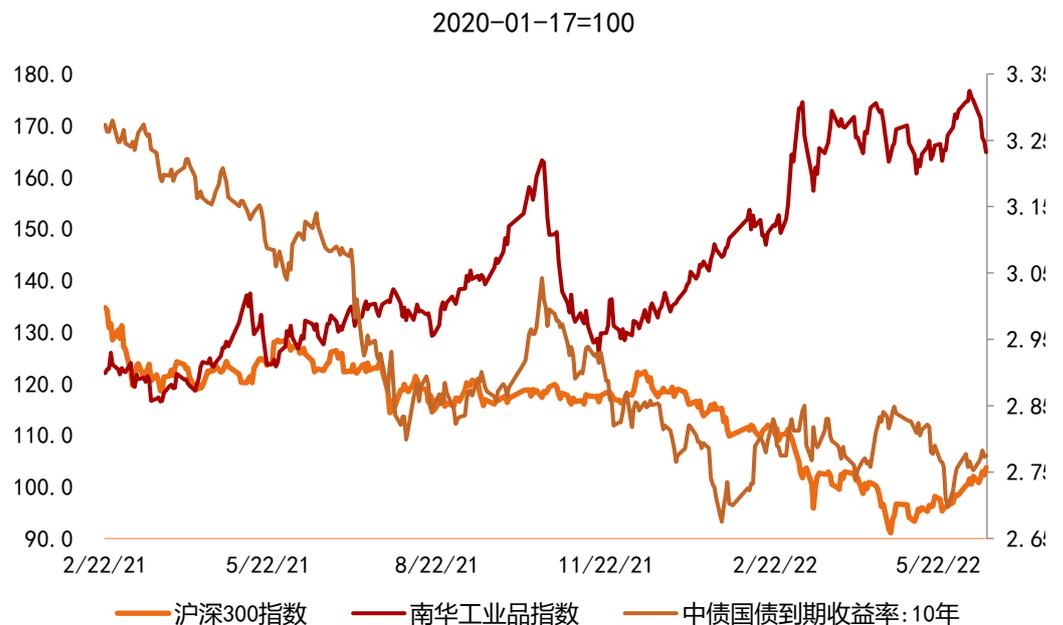
资料来源：Wind, 首创证券

国内疫情、经济、政策持续稳中向好，有利于股市修复，值得关注的是，A 股近期似乎走出了一个独立行情，主要体现为两点：

其一，A 股和国内商品和债市的走势不同，南华工业品指数近期持续下行，中债 10 年期国债收益率维持震荡格局，而 A 股主要宽基股指仍在修复。

其二，也是更显著的一点，A 股自 4 月 27 日以来，与全球股市的相关性微弱，与美国主要股指更是呈现明显的负相关关系，A 股本轮反弹在全球股市中走出了独立行情。

图 5：股债商走势分化



资料来源：Wind, 首创证券

首先，从 2022 年全球股市的涨跌幅来看，万得全 A、沪深 300、创业板指等指数跌幅并没有显著异于全球股市。

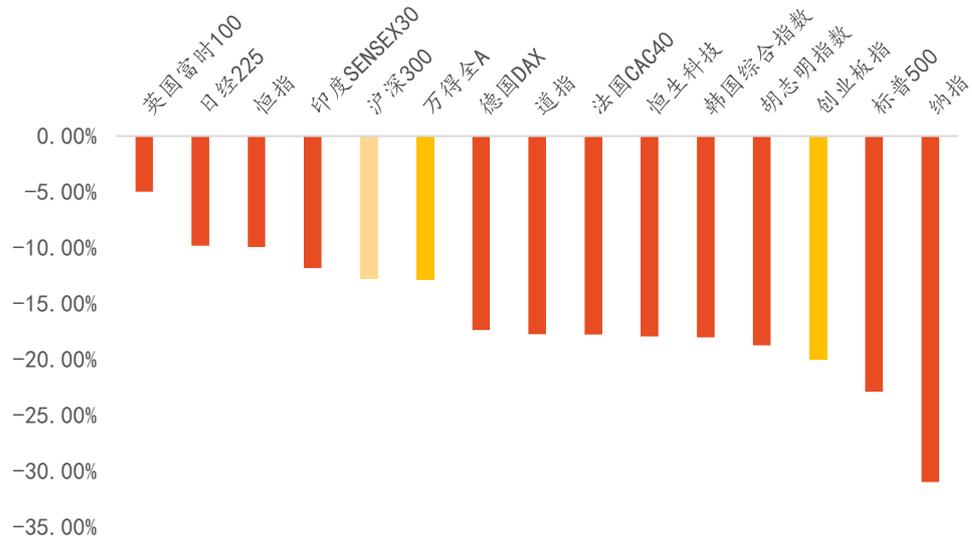
其次，A 股的独立行情并非从年初就开始，从各国股指年初至 4 月 26 日的日度环比

涨跌幅的相关系数来看，A股与美股、德股以及亚洲股市均有较强的相关性。

最后，从各国股指4月27日至6月17日日度环比涨跌幅的相关系数来看，A股与美股以及韩国、越南股市均呈现了明显的负相关关系。

此外，今年以来，港股与A股的相关性始终较强。

图6：今年以来全球股市涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 首创证券

表1 年初至4月26日股指相关系数（日频）

年初至4月26日	万得全A	沪深300	创业板指
万得全A	1.0		
沪深300	1.0	1.0	
创业板指	1.0	1.0	1.0
标普500	0.5	0.4	0.5
道琼斯工业指数	0.4	0.4	0.5
恒生指数	0.8	0.9	0.8
德国DAX	0.7	0.7	0.8
韩国综合指数	0.7	0.7	0.7
英国富时100	0.1	0.1	0.1
恒生科技	0.9	0.9	0.9
日经225	0.4	0.4	0.5
胡志明指数	0.6	0.6	0.6

资料来源：wind, 首创证券

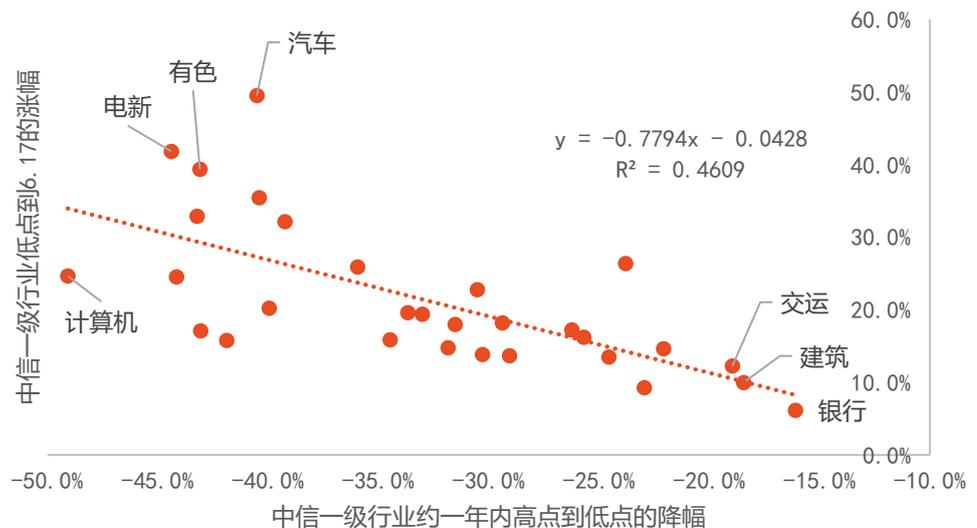
表 2 4月27日至6月17日股指相关系数（日频）

4月27日以来	万得全 A	沪深 300	创业板指
万得全 A	1.0		
沪深 300	1.0	1.0	
创业板指	1.0	1.0	1.0
标普 500	-0.5	-0.5	-0.5
道琼斯工业指数	-0.5	-0.5	-0.6
恒生指数	0.8	0.8	0.7
德国 DAX	-0.1	-0.1	-0.1
韩国综合指数	-0.5	-0.6	-0.6
英国富时 100	-0.2	-0.3	-0.3
恒生科技	0.9	0.9	0.9
日经 225	0.4	0.4	0.4
胡志明指数	-0.4	-0.2	-0.3

资料来源: wind, 首创证券

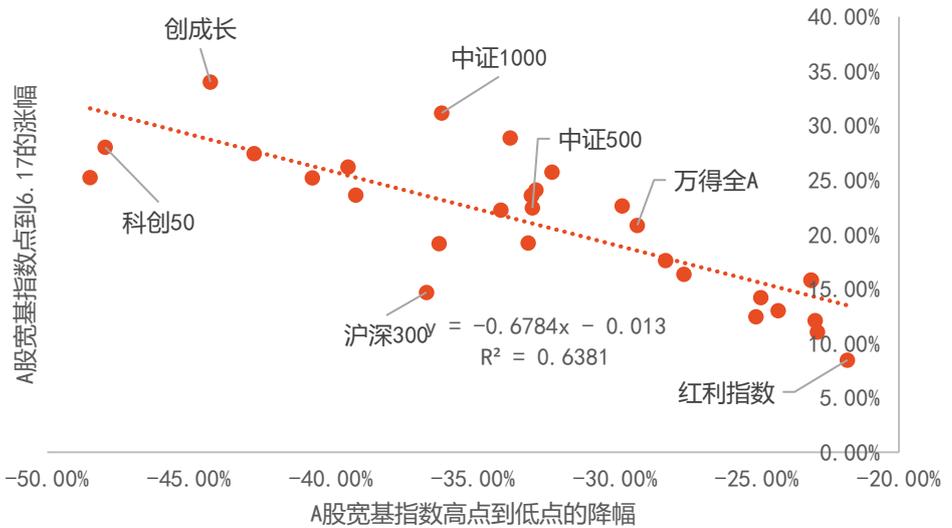
A 股的独立行情, 表象是过去一段时间 A 股的超跌反弹而外围市场承压, 可以看到, 总体上前期跌的多的行业板块, 本轮反弹力度也较大, A 股主要宽基股指的情形也与行业板块类似演绎超跌反弹。实质上, 则是中外尤其是中美的疫情形势、政策取向和宏观环境上的差异。

图 7: 中信一级行业板块超跌反弹 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

图 8：A 股宽基指数超跌反弹 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

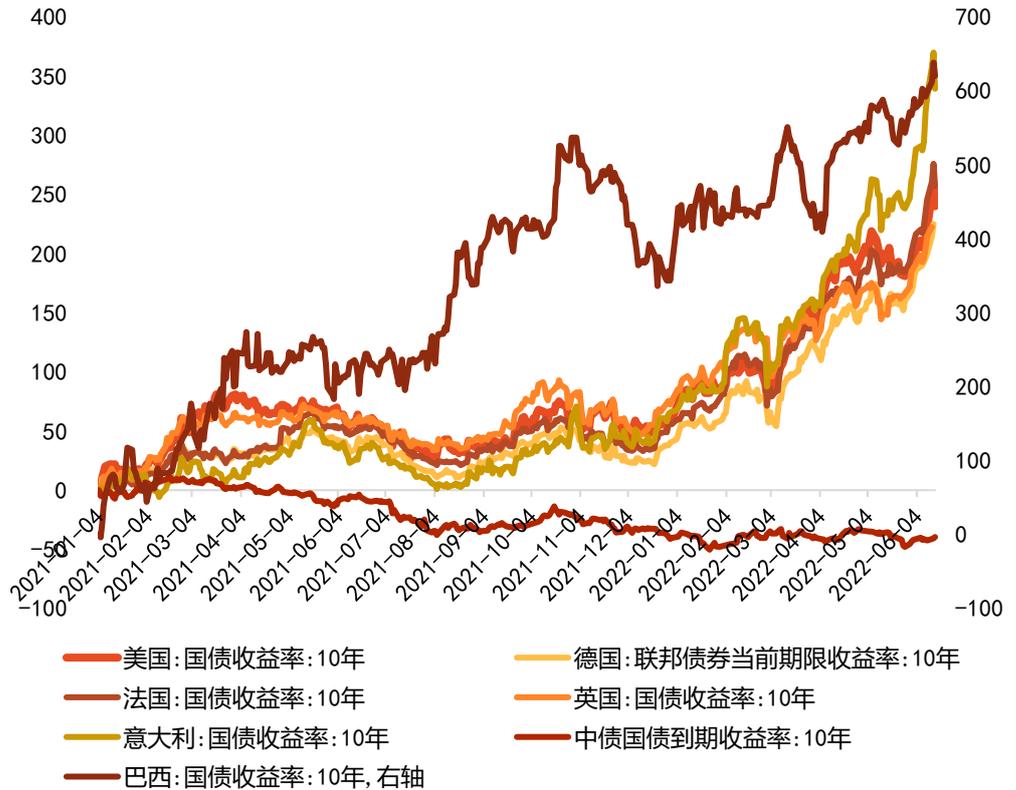
中美在疫情形势、政策取向和宏观环境方面存在显著差异。

一是疫情形势的变化，A股3-4月的下跌主要原因是国内疫情形势的恶化，随着疫情出现明显好转，压制A股的主要矛盾得以缓解，A股开始大幅修复，美国则没有防疫方面较为明显的边际变化。

二是政策取向的错位，美国货币政策已经明显进入了紧缩周期，美联储在最近的议息会议上决议一次加息75BP，为1994年以来单次加息最大值，而中国货币政策去年年末以来持续保持宽松。

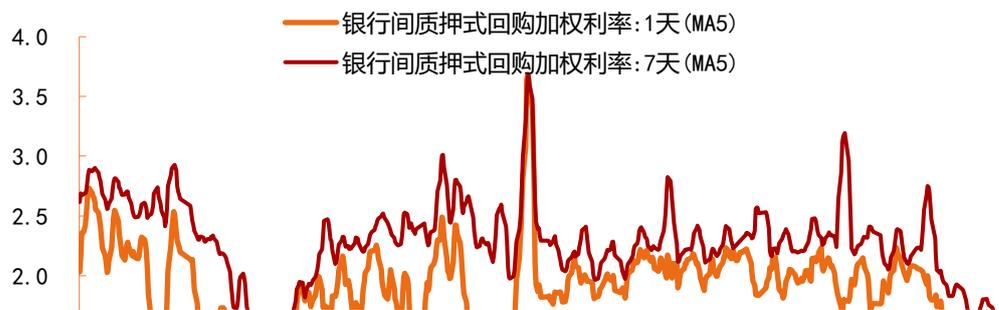
三是宏观环境的不同，主要表现为通胀的显著差异，美国通胀高企使得美联储不得不加大力度紧缩货币，中国的低通胀环境有利于央行未来进一步打开宽货币的空间，至少不会成为货币政策的掣肘。

图 9：各国国债收益率变化（2021 年 1 月 4 日为 0 点，bp）



资料来源：Wind, 首创证券

图 10：中国货币政策持续宽松（%）



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_43175



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>