

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

杨亚仙

分析师

SAC 执证编号：S0110522080001

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-81152627

相关研究

- 经济温和修复，市场继续博弈
- 宏观经济周报：消费强生产弱，等待政策发力
- 延续乐观，空间保守

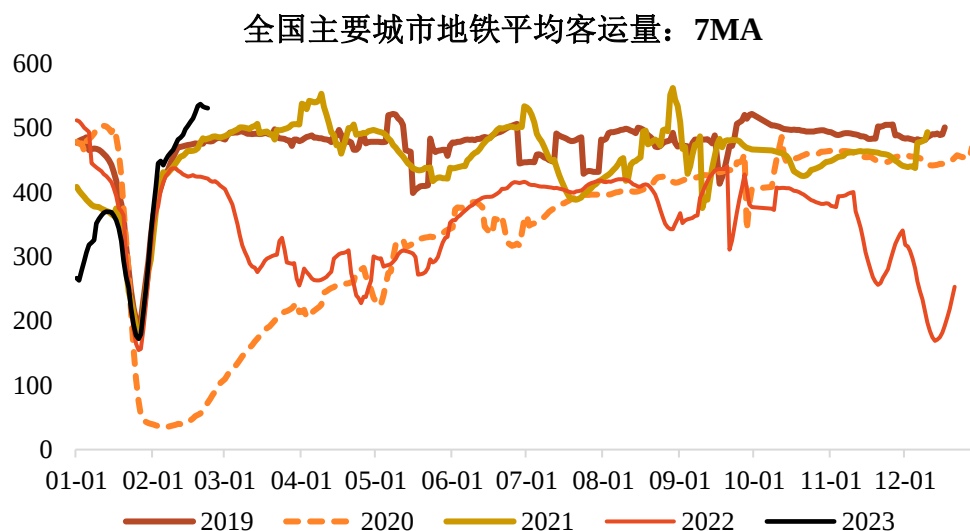
- 节后居民出行需求持续释放，高频数据来看，主要城市地铁客运量、百城拥堵指数均超季节性反弹，明显超过 2019 年疫情前水平。随着春运的结束，居民出行基本正常化，需求端进一步修复空间可能相对有限。从生产端来看，节后出现边际改善，但整体景气度相对低迷。随着复工复产的速度加快，生产端的修复可能加速，建议持续跟踪相关高频数据。
- 房地产销售边际回暖，经农历调整后的房地产销售恢复速度基本逐渐接近 2019 年同期水平。随着销售的回暖，央行四季度货币政策报告关于房地产的表述重点也从改善需求转向于保交楼以及房地产企业的纾困，后续政策可能也会向这方面倾斜。同时央行指出“贷款加权平均利率再创有统计以来新低”，预计后续降息空间相对有限。
- 资本市场主体仍在“强预期、弱现实”的线索上反复观望和博弈，但预期较为充分，经历了一轮强预期，一轮弱现实的博弈后，对市场影响边际减小。市场整体呈现震荡走势，上周股市、商品小幅上行，债市小幅调整，但幅度都较小。
- 两会召开在即，但市场对两会预期一般，普遍认为两会后大规模刺激的可能性较低。当前市场风格切换仍然频繁，缺乏明确的投资主线。2022 年 2 季度以来消费和成长经历了多次切换。本轮切换中随着市场对消费修复的预期逐渐兑现，短期内短期利好出尽的信号比较强。尽管如此，消费仍未出现明显走弱。
- 尽管市场对两会的预期一般，但两会前后市场风格间的差异仍然明显。我们统计了 2010 年以来（过去 13 年）两会召开后一个月内规模和风格两类市场指数的涨跌幅，发现小盘股跑赢大盘股的概率近 70%，国证 2000 相比上证 50 和沪深 300 的超额收益逾 3%。从中信风格指数来看，稳定和消费类可能会有超额收益，但风格间差异不大。
- 往后看，市场对消费修复的预期已逐步兑现，未来的利好空间缩小。但房地产修复+政策刺激尚未证伪，市场仍有期待，因此仍有向上的空间。但如果房地产修复+政策刺激证实，则需要考虑利好兑现的操作。此外，海外因素的边际影响逐渐增加，美债对市场的影响已明显弱化，后续美国经济如持续见底回升，尽管通胀有压力，但对市场的冲击可能有限。全球经济的周期性回升有望利好全球风险资产。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

1 国内出行偏强，地产边际回暖

节后居民出行需求持续释放，高频数据来看，主要城市地铁客运量、百城拥堵指数均超季节性反弹，明显超过 2019 年疫情前水平。值得注意的是，拥堵指数近期有所回落，地铁客运量在接近 2021 年高点后也涨势趋缓，国内航班客运量在反弹至 2021 年 7 月高位后逐渐走平，百度迁徙指数整体高于 2019 年水平，但逐渐趋于平稳。随着春运的结束，居民出行基本正常化，需求端进一步修复空间可能相对有限。

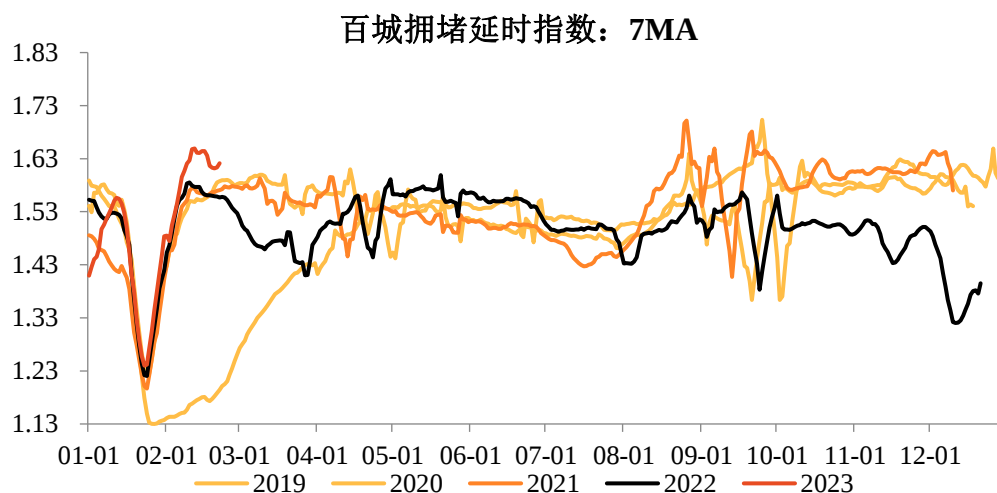
图 1：全国主要城市地铁平均客运量继续反弹（万人次）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：经农历调整

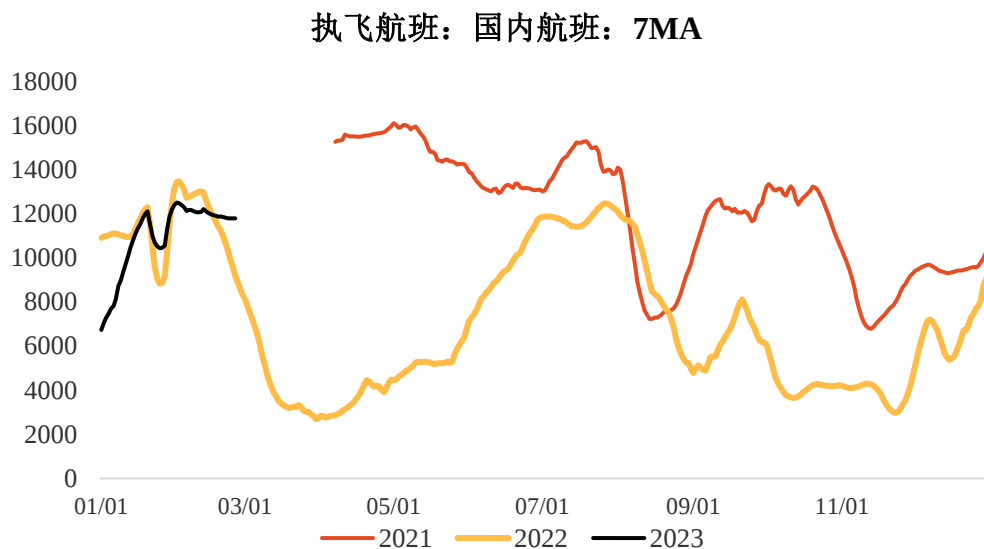
图 2：百城拥堵指数超季节性反弹



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：经农历调整

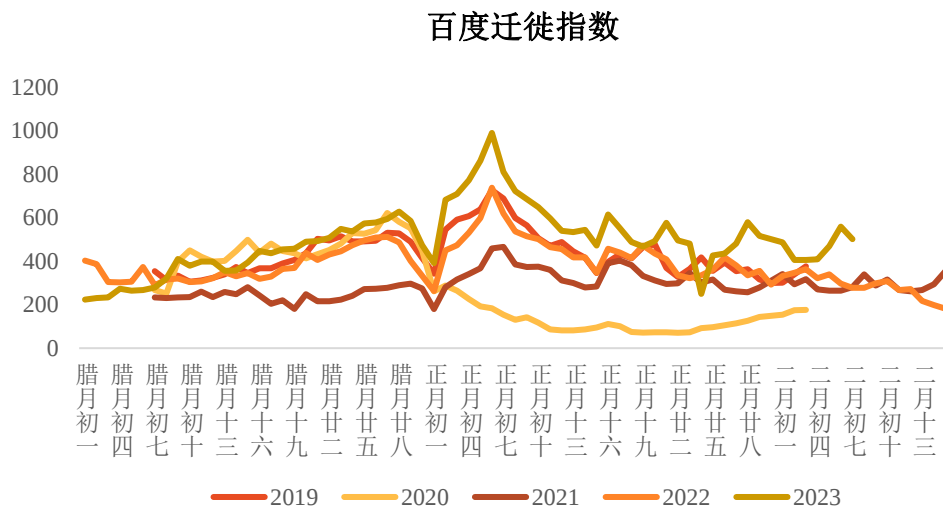
图 3：国内航班量回升至去年七月高点后震荡走平（左：班次）



资料来源：飞常准大数据, 首创证券研究发展部

注：经农历调整

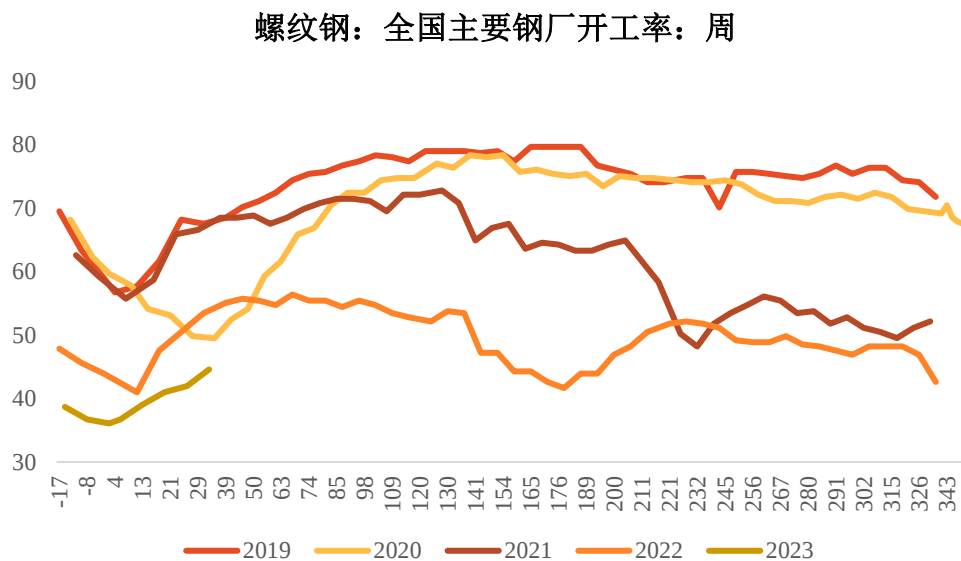
图 4：百度迁徙指数（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从生产端来看，节后出现边际改善，但整体景气度相对低迷。石油沥青装置开工率和全国主要钢厂螺纹钢开工率处于正常的上升期，但仍低于季节性平均水平。从迁徙指数来看，正月底可能是一轮返岗小高潮，之后复工复产的速度可能加快，生产端的修复可能加速，建议持续跟踪相关高频数据。

图 5：螺纹钢:主要钢厂开工率:全国 (%)

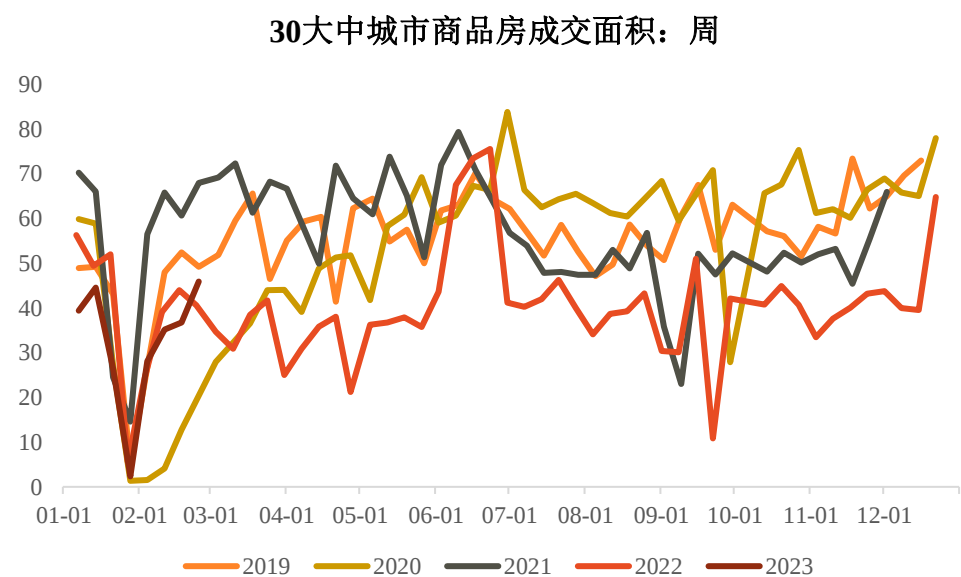


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

农历春节标准化为第 0 天。

房地产销售边际回暖，经农历调整后的房地产销售恢复速度基本逐渐接近 2019 年同期水平。随着销售的回暖，央行四季度货币政策报告关于房地产的表述重点也从改善需求转向于保交楼以及房地产企业的纾困，后续政策可能也会向这方面倾斜。同时央行指出“贷款加权平均利率再创有统计以来新低”，预计后续降息空间相对有限。

图 6：房地产销售逐步回升（万平方米）



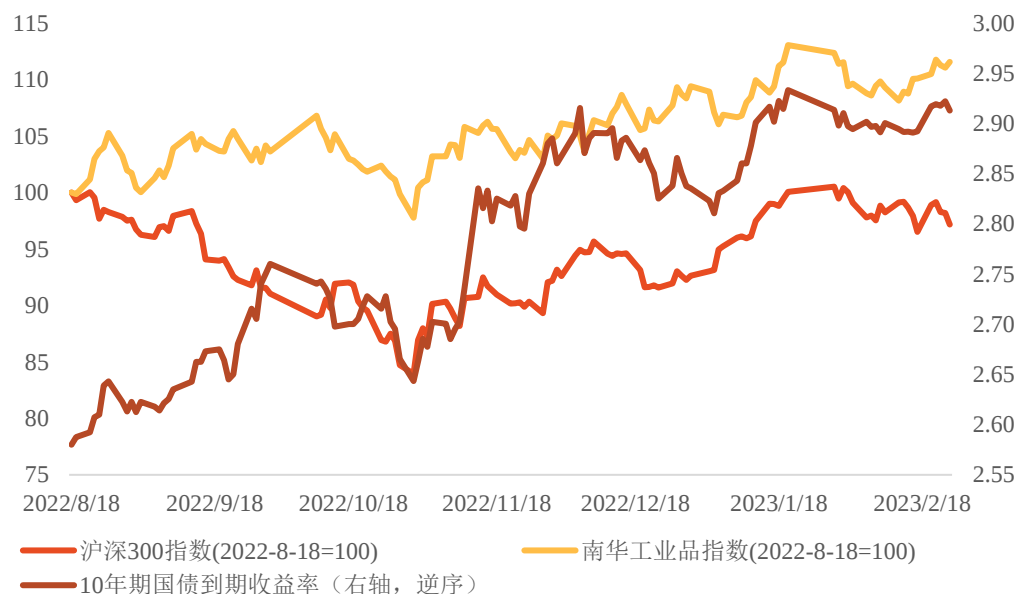
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：经农历调整

2 市场震荡调整，风格切换频繁

资本市场主体仍在“强预期、弱现实”的线索上反复观望和博弈，但预期较为充分，经历了一轮强预期，一轮弱现实的博弈后，对市场影响边际减小。市场整体呈现震荡走势，上周股市、商品小幅上行，债市小幅调整，但幅度都比较小，沪深 300 累计收涨 0.66%，南华工业品指数累计上行 0.96%，中债 10 年国债收益率累计上行 2BP，在 2.9% 的关键点位窄幅震荡。

图 7：国内市场走势

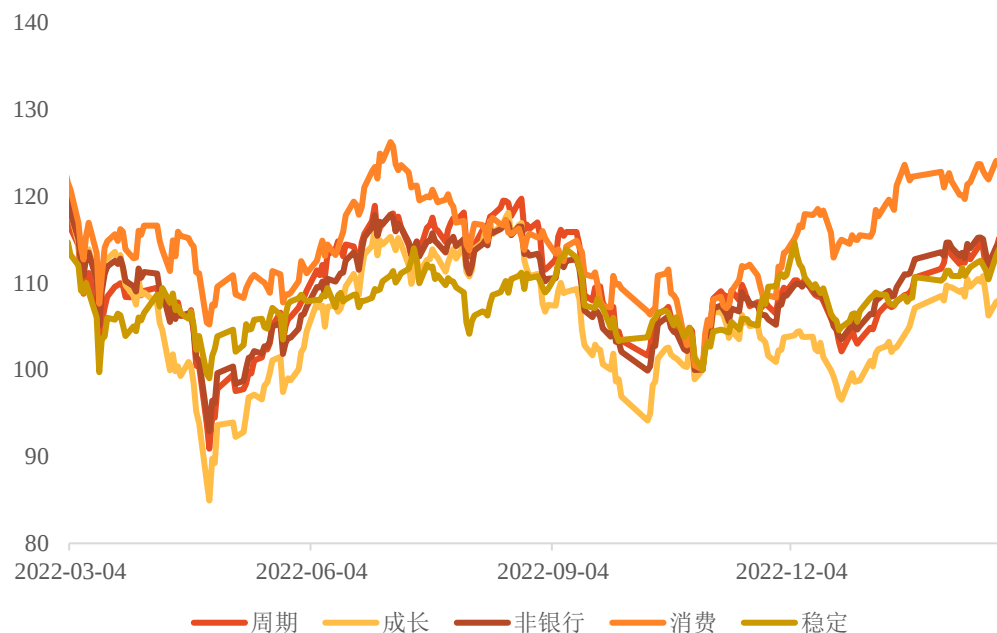


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

两会召开在即，但市场对两会预期一般，普遍认为两会后大规模刺激的可能性较低。当前市场风格切换仍然频繁，缺乏明确的投资主线。

从中信风格指数来看，周期、非银、稳定类走势相对一致，但从图 9 可以看出，2022 年 2 季度以来消费和成长经历了多次切换。本轮切换中随着市场对消费修复的预期逐渐兑现，短期内短期利好出尽的信号比较强。尽管如此，消费仍未出现明显走弱。

图 8：中信风格指数

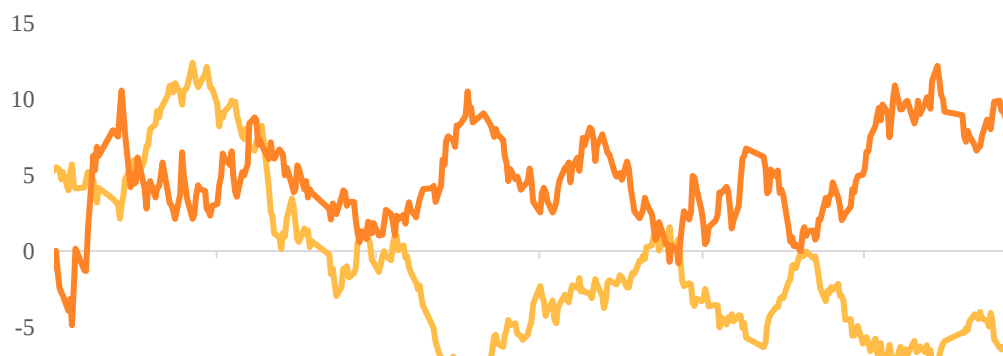


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：2022 年 10 月 31 日标准化为 100

图 9：消费和成长风格多次切换

消费和成长风格多次切换



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_52765

