

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

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

相关研究

- 宏观经济周报：五一火爆的背后，内忧外患仍存
- 宏观经济周报：经济延续平稳，股市估值优势减弱
- 2023 年 1 季度经济数据点评：一季度经济有多强？

- **资产共振：预期驱动。**自国内防疫政策调整至今，10 年国债收益率与股、商、汇的相关性均较强，在外部环境和国内政策总体符合预期且较为稳定的情况下，国内资产价格共振背后的驱动因素是市场关于经济预期的调整，预期强则股商汇强、债弱，预期弱则债强、股商汇弱。
- **国债收益率：一个框架性探讨。**我们提出一个判断 2023 年 10 年期国债收益率点位的分析框架，简而言之：以 2022 年 10 年期国债收益率为基准，以 2023 年经济修复程度作参数，以美债收益率变化来校准。首先，检验上述框架的有效性，我们用上述分析框架计算 2023 年 1 季度 10 年期国债收益率中枢，发现计算值与实际值一致。
- **对 2023 年 10 年期国债收益率的预测。**然后是预测，一是预测 2023 年 10 年期国债收益率中枢，通过上述方法算得 2023 年 10 年期国债收益率中枢为 2.82%-2.85%。二是预测 2023 年 10 年期国债收益率低点，若经济按照目前的情况进行修复，则低点区间为 2.71%-2.74%，若 2023 年经济出现与 2022 年最差情形相类似的情况，则 2023 年 10 年期国债收益率低点为 2.65%-2.68%。要强调的是，以上每步计算的假设都很强。
- **美联储如期加息，银行业风险未除。**在美联储 5 月 4 日如期加息 25bp 后，市场对年内降息预期比美联储乐观，预期差可能加剧市场波动。此外，美国银行业风险仍未解除，并有卷土再来的迹象，值得关注。
- **宏观数据扫描：生产需求走弱。**高频数据显示国内生产和需求均边际走弱，资本市场股市震荡、债市走强、商品走弱，与经济基本面的变化一致。
- **后市展望。**经济温和复苏，政策定调中性，市场预期充分，股债整体维持震荡。未来的变数在于海外经济和资本市场的变化。随着全球经济弱修复，股市中枢仍有小幅上升的空间。风险在于美国加息不确定性及全球地缘政治的变化。

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 价格共振：预期驱动

自国内防疫政策调整至今，10 年国债收益率与股、商、汇的相关性均较强，在外部环境和国内政策总体符合预期且较为稳定的情况下，国内资产价格共振背后的驱动因素是市场关于经济前景预期的调整，预期强则股商汇强、债弱，预期弱则债强、股商汇弱。

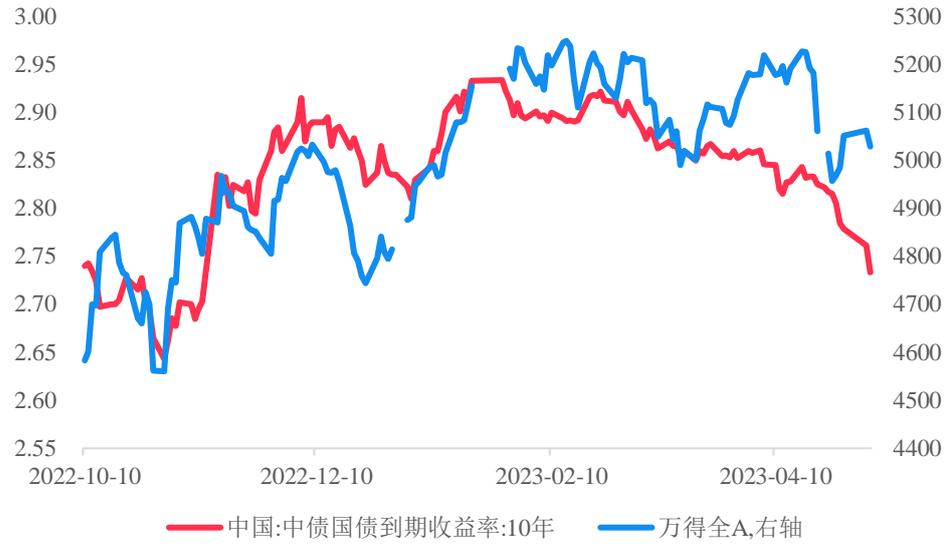
上述大类资产中，10 年期国债和黑色商品与经济相关性更强，因此，二者的拟合度也更高。万得全 A 虽然总体走势与 10 年国债收益率较为一致，但 AI 等结构性行情的出现会使二者发生偏离。人民币汇率则受国内外两方面交互影响，在外部环境总体稳定的情形下，其与 10 年国债收益率的走势相近。

图 1：南华黑色指数与 10 年国债收益率（%）



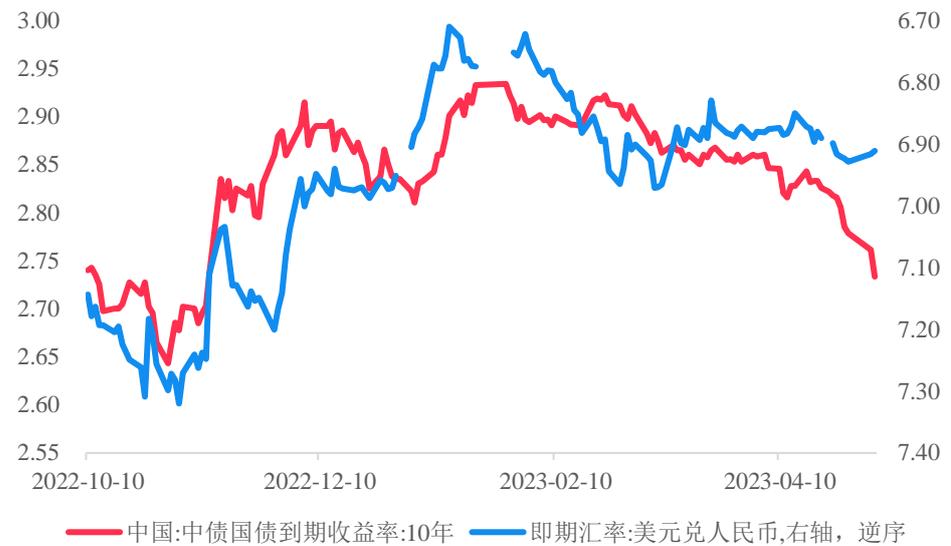
资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图2：万得全A与10年国债收益率（%）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图3：人民币汇率与10年国债收益率（%）



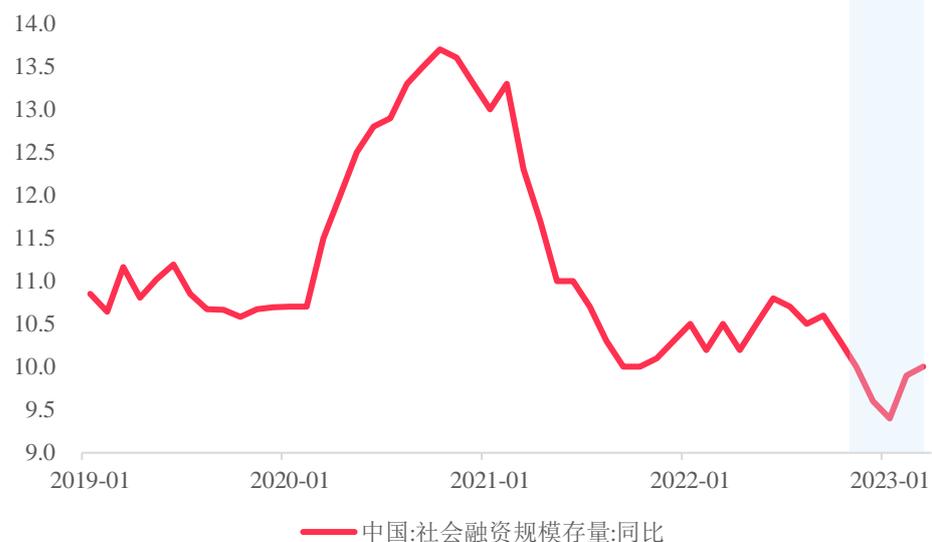
资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图 4：外部环境总体平稳（%）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图 5：内部政策维持平稳（%）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

2 国债收益率：一个框架性探讨

我们提出一个判断 2023 年 10 年国债收益率点位的分析框架，简而言之：以 2022 年 10 年国债收益率为基准，以 2023 年经济修复程度作参数，以美债收益率变化来校准。

首先，定锚。由于 wind 公布的 GDP 现价当季同比增速仅回溯至 2016 年 3 季度，为了得到更长时序的 GDP 现价同比增速数据以便计算四年平均同比，我们用“GDP 不变价同比+GDP 平减指数”的方式拟合 GDP 现价同比，发现效果尚可。

观察名义 GDP 四年平均同比增速，2023 年 1 季度为 7.5%，略好于 2022 年的均值

7.4%，低于 2021 年的均值 8.4%和疫情前（2017-2019）的均值 8.7%。正如我们在此前报告中强调的一样，疫后经济修复不会一蹴而就。

图 6：用 GDP 不变价同比和 GDP 平减指数构造名义 GDP 同比（%）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

其次，以经济修复情况作为参数，简单以名义 GDP 四年平均同比增速衡量，2023 年 1 季度是 2022 年均值的 101.4%（7.5%/7.4%），那么在其他条件保持不变的前提下，2023 年 1 季度 10 年国债收益率是 2022 年均值的 101.4%。

图 7：2023 年 1 季度名义 GDP 同比增速略强于 2022 年均值（%）

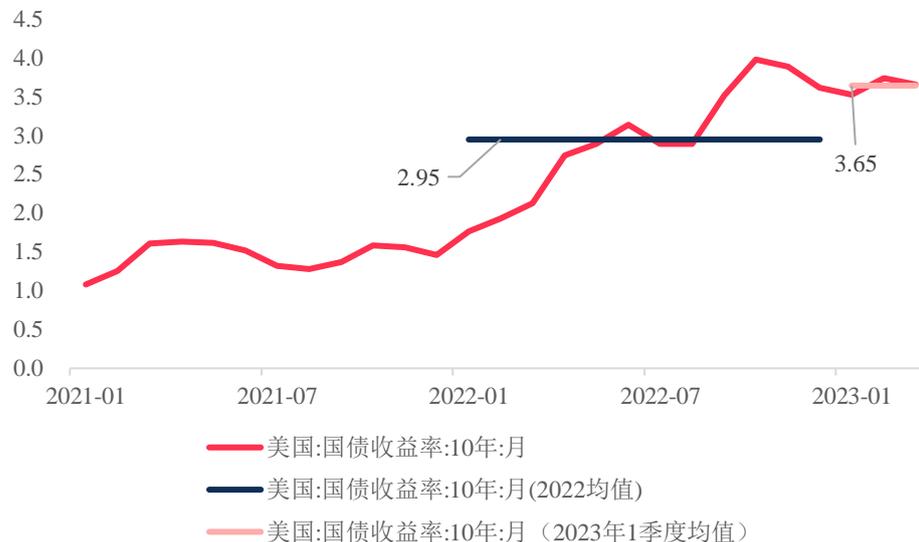


资料来源：wind, 首创证券研究发展部

最后，以美债收益率变化来校准。2023 年 1 季度美国 10 年国债收益率较 2022 年均

值增加了 70BP，根据经验估算，美债对中债影响系数为 0.1，就是说，仅受美债影响，其他条件不变，中国 10 年国债收益率 2023 年 1 季度较 2022 年会上升约 7BP。

图 8：美国 10 年国债收益率 (%)



资料来源: wind, 首创证券研究发展部

上述分析框架是否有效? 数据检验是有效的。2023 年 1 季度中债 10 年国债收益率均值为 2.88%，2022 年 10 年国债收益率均值为 2.77%， $2.77\% \times 101.4\% + 0.07\%$ 刚好等于 2.88%。

图 9：中债 10 年国债收益率 (%)



资料来源: wind, 首创证券研究发展部

更进一步，我们用上述分析框架估算 2023 年中国 10 年期国债收益率中枢和低点。

一是中枢。假设 2023 年 GDP 不变价同比增速为 6.0%-6.5%，GDP 平减指数为 1%，则 2023 年名义 GDP 同比增速为 7.0%-7.5%，名义 GDP 四年平均同比增速为 7.30%-7.35%，是 2022 年名义 GDP 四年平均同比增速的 98.8%-99.5%，参考 2022 年 10 年期国债收益率中枢为 2.77%，这样得到的 2023 年 10 年期国债收益率中枢为 2.74%-2.75%，再加上美债影响的 7-10 个 BP，最终得到的 2023 年 10 年期国债收益率中枢约为 2.82%-2.85%。

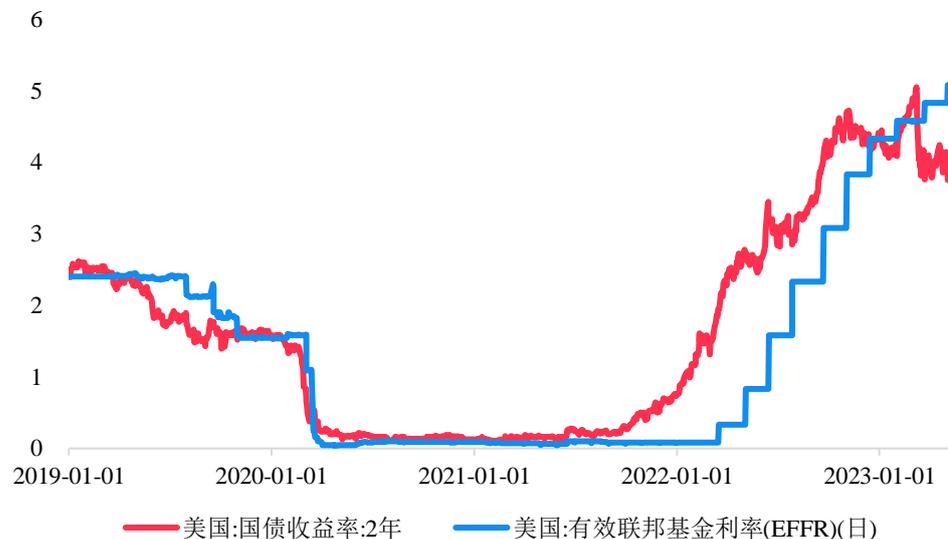
二是低点。如上所述，2023 年名义 GDP 四年平均同比增速与 2022 年相当，以 2022 年 10 年期国债收益率的两个低点 2.58%和 2.64%为基准，再加上美债影响的 7-10 个 BP，则 2023 年 10 年期国债收益率低点为 2.65%-2.68%或 2.71%-2.74%。考虑到经济修复，2023 年经济出现比 2022 年最差情形还差的可能性不大，所以，以 2.71%-2.74%作为低点的参考基准也许更加合适。

要强调的是，以上每一步匡算的假设都很强，随着经济的动态变化各项假设可能均需作相应调整。

3 美联储如期加息，银行业风险未除

北京时间 5 月 4 日凌晨，美联储公布加息 25bp 至 5.00%-5.25%，符合市场预期，但市场对年内降息预期比美联储乐观，预期差可能加大市场波动。此外，美国银行业风险仍未解除，并有卷土再来的迹象，值得关注。

图 10：美国加息预期（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11：美国银行业风险未除

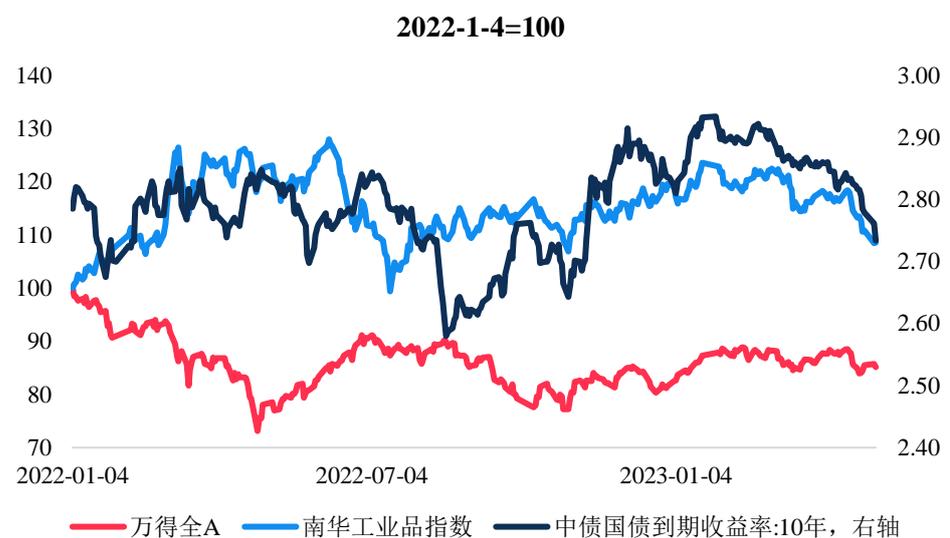


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 宏观数据扫描：生产需求走弱

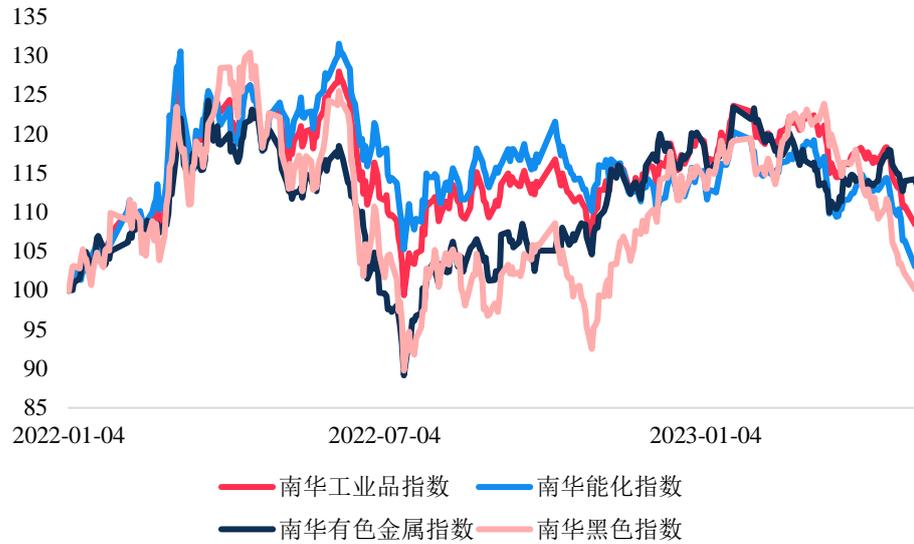
高频数据显示国内生产和需求均边走弱，资本市场股市震荡、债市走强、商品走弱，与经济基本面的变化一致。

图 12：股债商走势 (%)



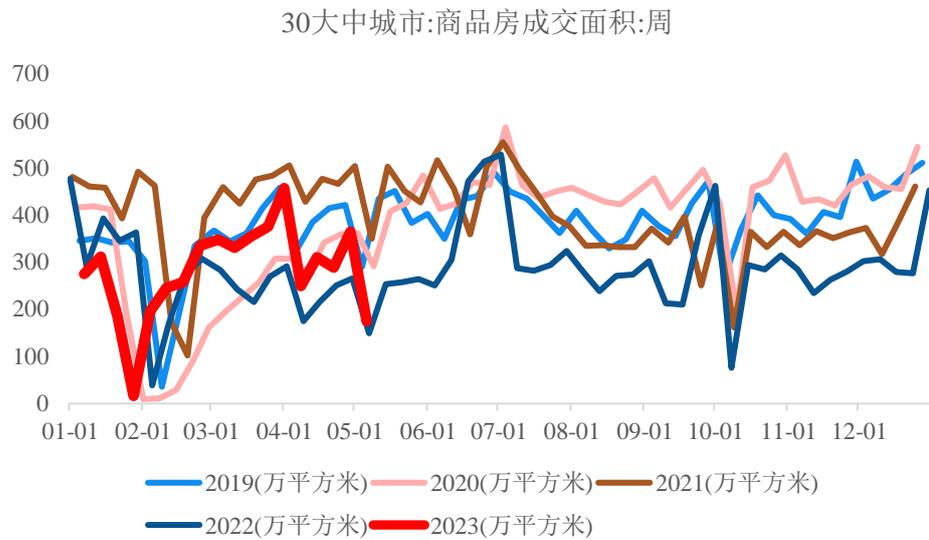
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 南华商品指数



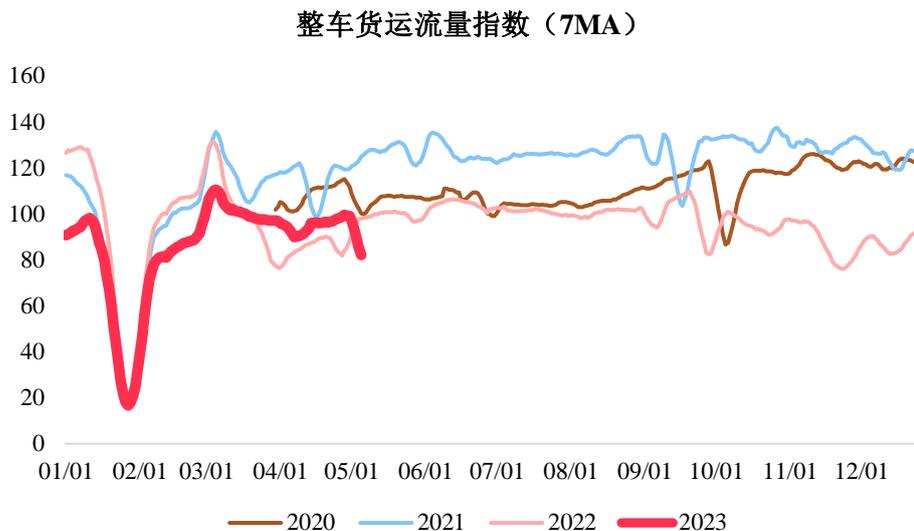
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 30 大中城市: 商品房成交面积: 周 (万平方米)



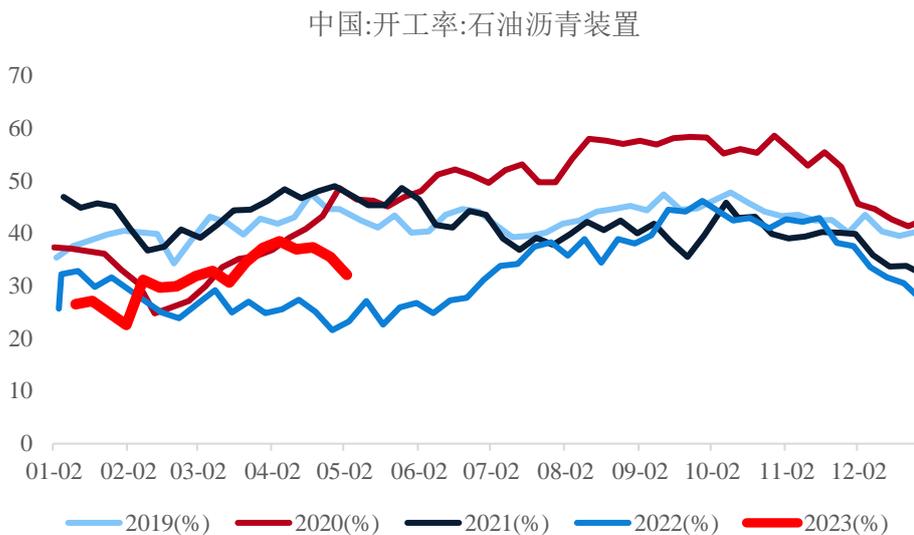
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 整车货运流量指数 (7MA)



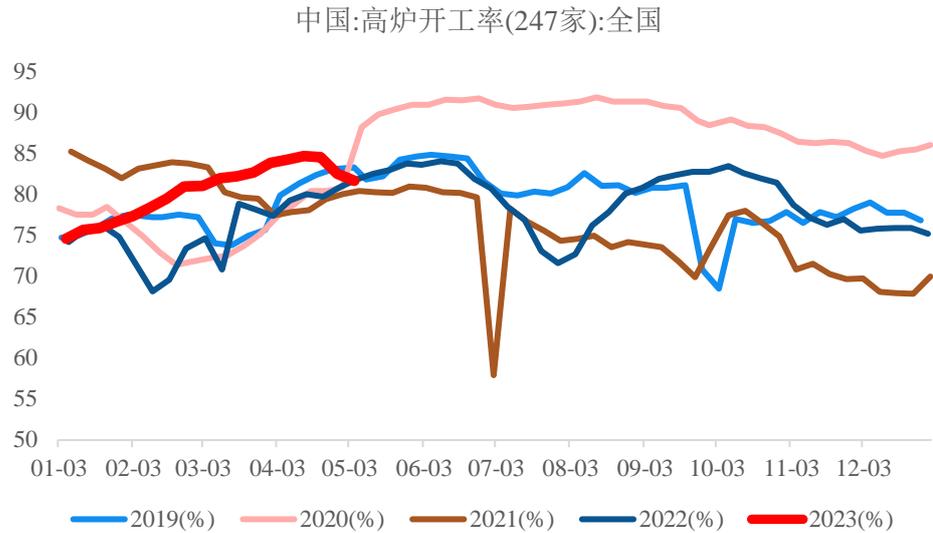
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 16: 石油沥青装置开工率 (%)



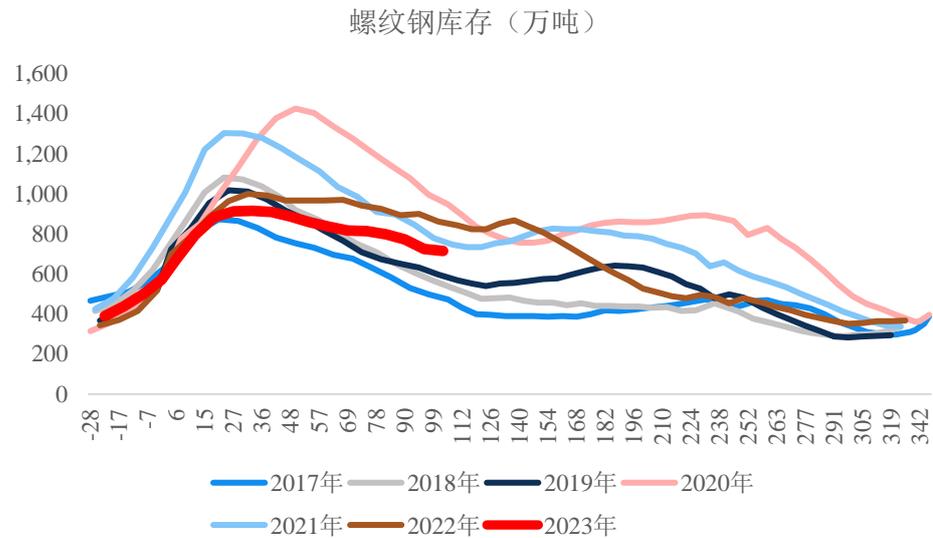
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 17: 高炉开工率 (247 家) (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 18: 螺纹钢库存 (万吨)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

5 后市展望

经济温和复苏，政策定调中性，市场预期充分，股债整体维持震荡。未来的变数在于海外经济和资本市场的变化。随着全球经济弱修复，股市中枢仍有小幅上升的空间。风险在于美国加息不确定性及全球地缘政治的变化。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

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。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021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/或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/或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