

## 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

崔紫涵  
研究助理  
cuizihhan@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152670

### 相关研究

- 4月外贸数据点评：出口继续显韧性，一带一路有支撑
- 宏观经济周报：关于2023年国债收益率的探讨
- 宏观经济周报：五一火爆的背后，内忧外患仍存

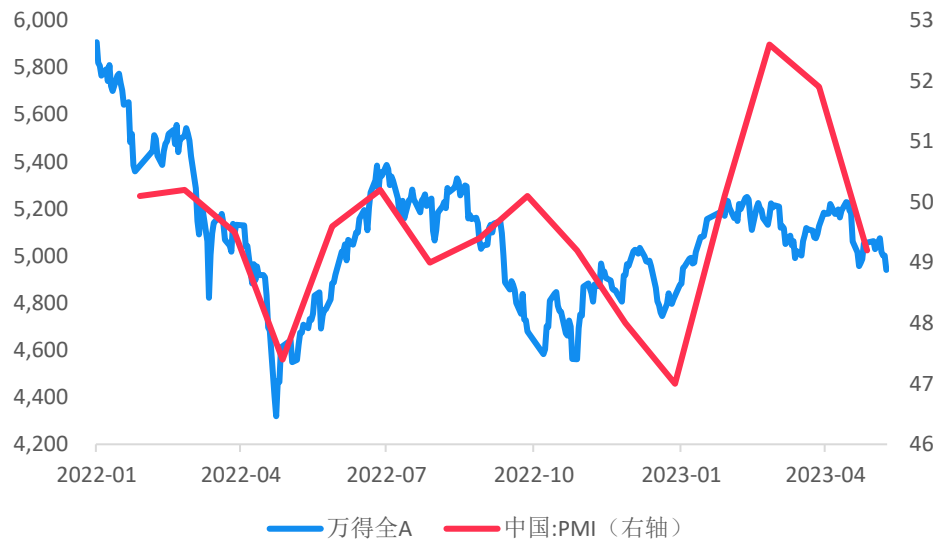
- **经济数据回归弱现实。**上周多项数据反映出经济复苏强度有限，4月CPI同比接近零增长，核心CPI同比与2022年相仿，社融增长显著低于市场预期。由于市场提前反映经济弱修复预期，股市曾一度与PMI形成显著背离，如今二者的差距已基本抹平。
- **股市分歧收敛，市场情绪谨慎。**经过前期对利空因素的消化，上周股市跌幅相对有限，万得全A累计下跌1.75%，沪深300下跌1.97%。上周股市整体情绪相对谨慎，A股成交额、换手率明显走低，反映市场分歧趋于收敛。
- **债市分歧加大，止盈压力渐显。**受部分银行下调存款利率和弱基本面影响，上周债市多头行情加速，收益率整体下行，10年期国债活跃券230004收益率震荡下行约3BP，期间多次突破2.7%关口。伴随收益率不断下探，万得全A隐含风险溢价明显抬升（分位数63.6%），目前债市分歧度似乎有所加大，10年期国债期货上周成交量大幅走高，债市止盈压力渐显。
- **国内仍处复苏周期，或将延续弱修复。**4月经济数据尚未公布，但市场已经对经济修复弱于预期达成共识。政策密集发布期过后，中国经济政策不确定性已大幅下降，整体政策定调中性。另外，从中国OECD综合领先指标看，国内经济仍处于复苏周期，后续或将延续弱修复，股市可能大体维持平稳。
- **短期内美国距离降息触发点仍有距离。**海外经济和资本市场的变化仍是重要变数。4月下旬以来，中美股市分化不断扩大，人民币相对美元贬值同样加剧，体现出中美经济动能的差异。伴随美国通胀压力缓解，降息预期不断发酵，目前市场明显较美联储乐观。通过整理1980年以来的美联储历次降息时间表，我们发现，最后一次加息与第一次降息之间中位数约相隔5个月，并且从主要经济指标来看，短期内距离降息触发点仍有一段距离。
- **宏观数据扫描：生产延续走弱，需求端略有回升。**受上周公布数据偏弱的利空催化，本周市场延续股商弱、债强的走势。经济高频数据显示，生产端延续弱势，居民出行和地产消费数据边际略有回升。
- 往后看，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。主要变数在于：1) 市场信心下降导致螺旋式反应，同时政策力度有限；2) 海外经济和资本市场的变化。

风险提示：疫情走势超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

## 1 经济回归弱现实，市场情绪谨慎

上周多项数据反映出经济复苏强度有限，4月CPI同比接近零增长，核心CPI同比与2022年相仿，社融增长显著低于市场预期。由于市场提前反映经济弱修复预期，股市曾一度与PMI形成显著背离，如今二者的差距已基本抹平。

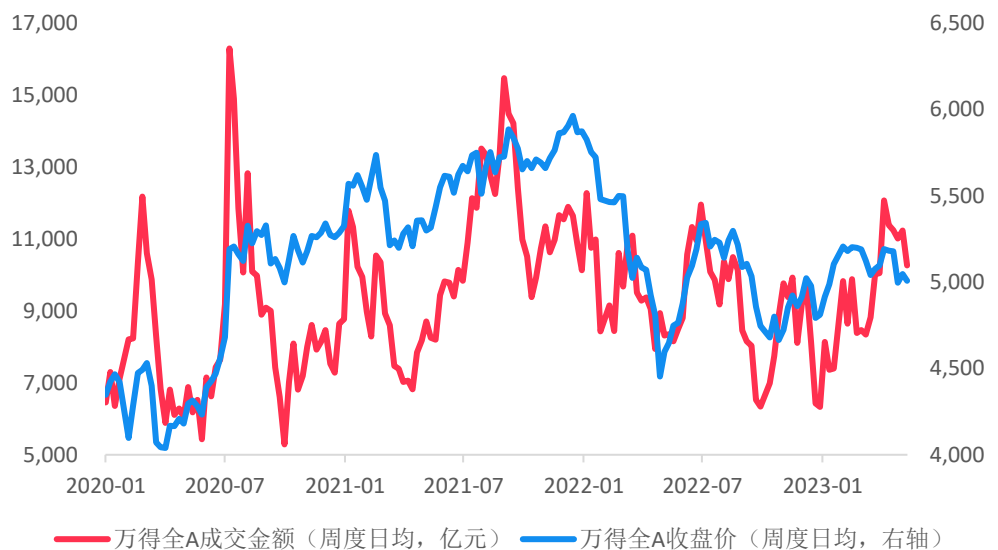
图1：市场提前反映经济弱修复预期



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

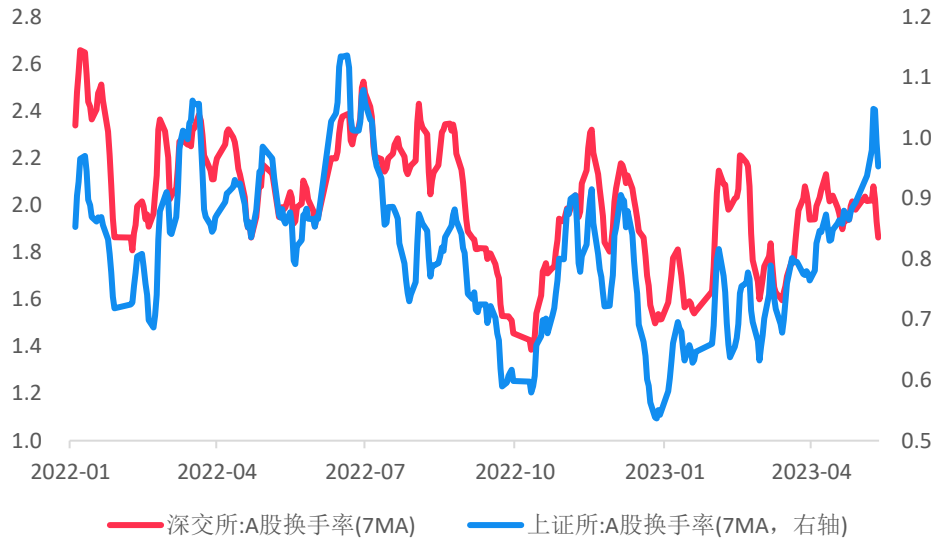
经过前期对利空因素的消化，上周股市跌幅相对有限，万得全A累计下跌1.75%，沪深300下跌1.97%。上周股市整体情绪相对谨慎，A股成交额、换手率明显走低，反映市场分歧趋于收敛。

图2：上周A股成交额明显走低



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 3: 上周 A 股换手率明显走低 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

受部分银行下调存款利率和弱基本面影响, 上周债市多头行情加速, 收益率整体下行, 10 年国债活跃券 230004 收益率震荡下行约 3BP, 期间多次突破 2.7% 关口。伴随收益率不断下探, 万得全 A 隐含风险溢价明显抬升 (分位数 63.6%), 目前债市分歧度似乎有所加大, 10 年期国债期货上周成交量大幅走高, 债市止盈压力渐显。

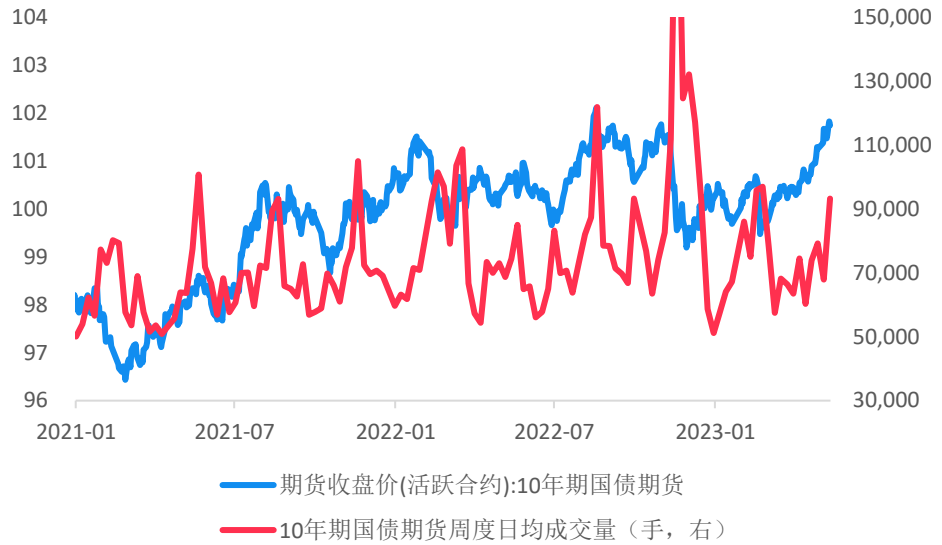
图 4: 万得全 A 隐含风险溢价抬升至 2.9%



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

注:  $ERP = 1 / \text{万得全 A 滚动市盈率} - 10 \text{ 年国债收益率}$

图 5：10 年期国债期货上周成交量走高



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

## 2 国内或维持弱势平稳，海外仍需重点关注

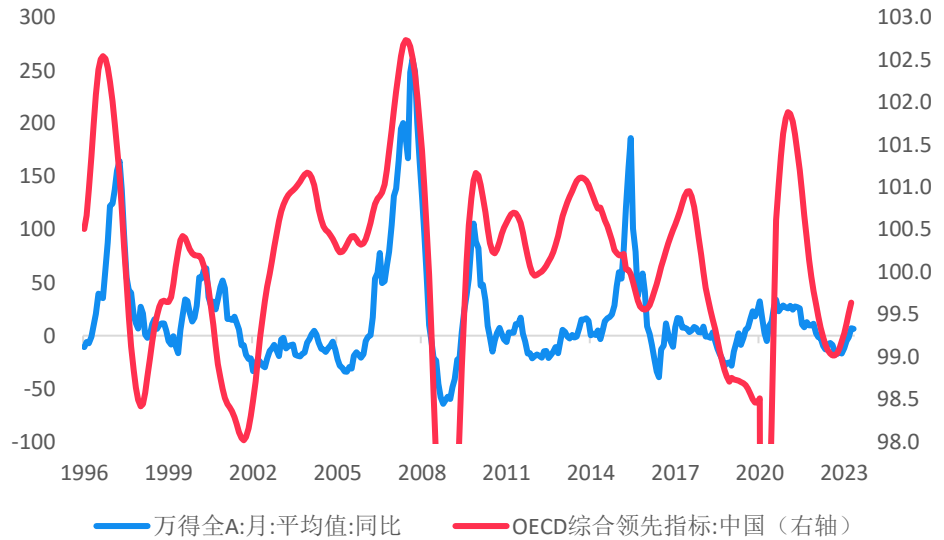
4 月经济数据尚未公布，但市场已经对经济修复弱于预期达成共识。政策密集发布期过后，中国经济政策不确定性已大幅下降，整体政策定调中性。另外，从中国 OECD 综合领先指标看，国内经济仍处于复苏周期，后续或将延续弱修复，股市可能大体维持平稳。

图 6：中国经济政策不确定性指数大幅下降



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

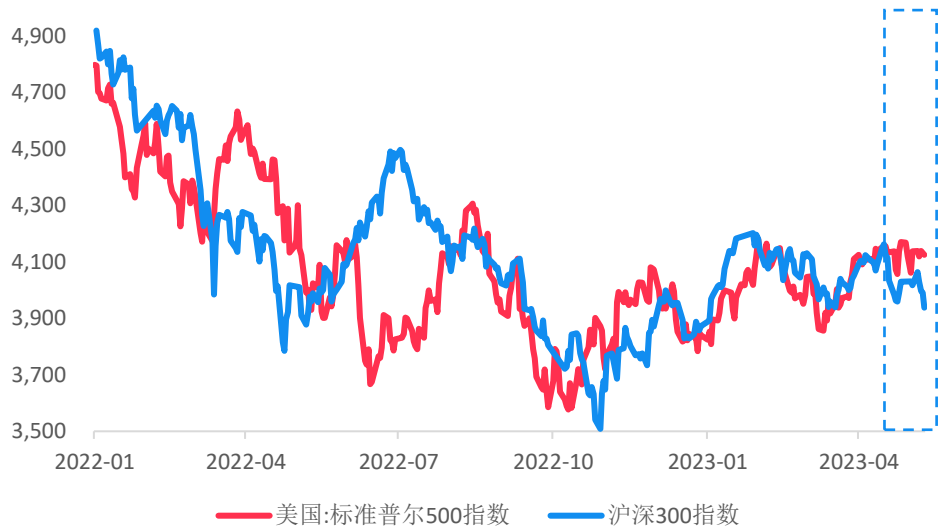
图 7：国内经济仍处于复苏周期（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

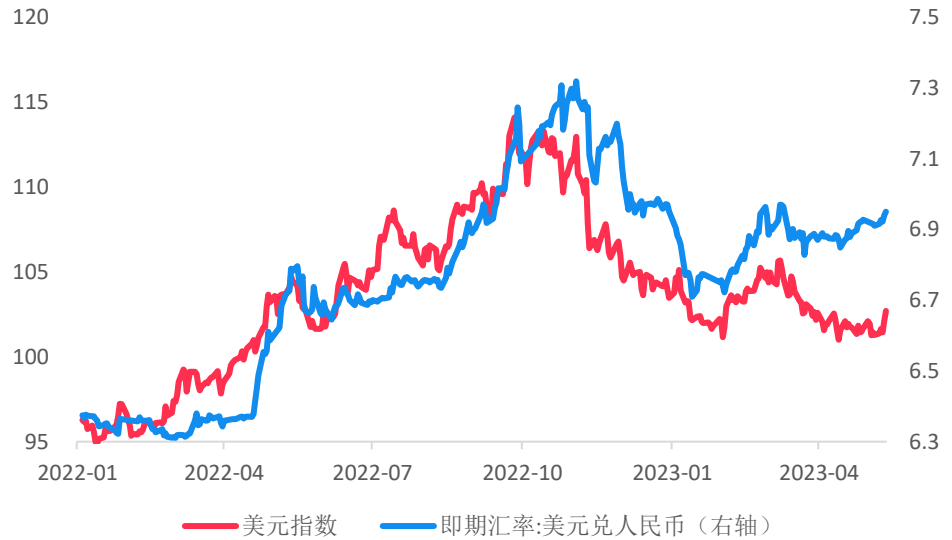
海外经济和资本市场的变化仍是重要变数。4月下旬以来，中美股市分化不断扩大，人民币相对美元贬值同样加剧，体现出中美经济动能的差异。

图 8：中美股市分化加大



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

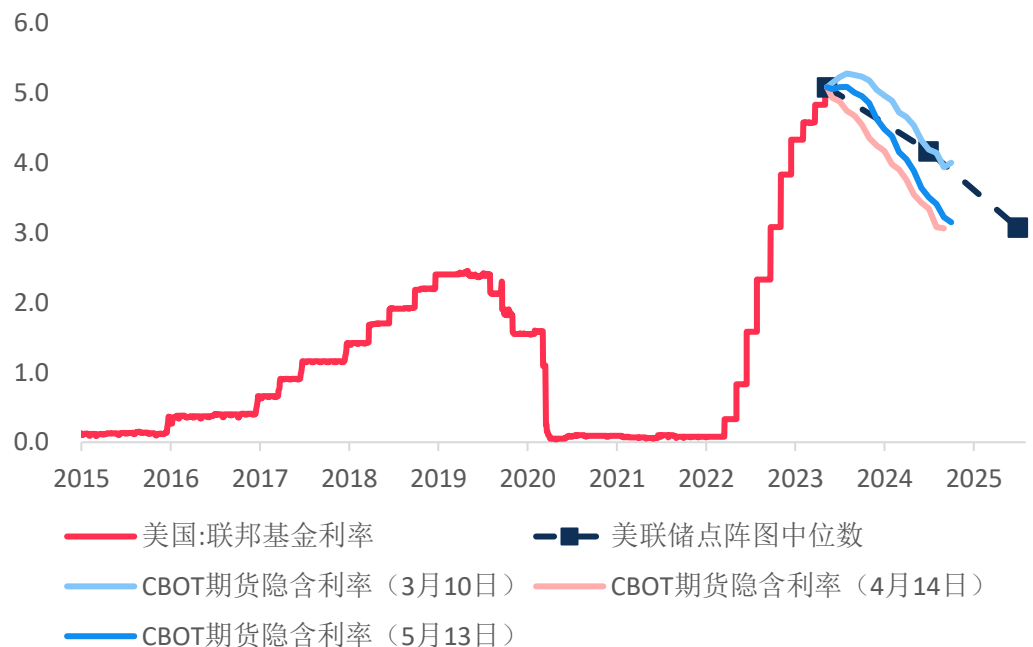
图 9：人民币美元分化加大



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

伴随美国通胀压力缓解，降息预期不断发酵，目前市场明显较美联储乐观。通过整理 1980 年以来的美联储历次降息时间表，我们发现，最后一次加息与第一次降息之间中位数约相隔 5 个月，并且从主要经济指标来看，短期内距离降息触发点仍有一段距离。

图 10：市场对降息预期较美联储乐观 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

表 1：目前距离降息触发点仍有一段距离

最后一次加息	第一次降息	期间间隔 (月)	降息时经济指标				
			期间 GDP 变动(%)	期间 PMI 变动(%)	PCE(%)	核心 PCE(%)	失业率 (%)
1980 年 3 月	1980 年 4 月	1	0.0	-6.2	11.02	8.91	6.9
1984 年 4 月	1984 年 10 月	3	-1.3	-2.2	3.40	3.79	7.4
1989 年 2 月	1989 年 6 月	4	-0.4	-6.8	4.71	4.21	5.3
1995 年 2 月	1995 年 7 月	5	-0.8	-4.4	1.99	2.04	5.7
2000 年 5 月	2001 年 1 月	8	-3	-10.9	2.70	2.01	4.2
2006 年 6 月	2007 年 9 月	15	-0.2	-1	2.53	2.10	4.7
2018 年 12 月	2019 年 8 月	8	2.30	-5.2	1.50	1.84	3.7
中位数		5	-0.4	-5.2	2.70	2.10	5.3
2023 年最新数据					4.16	4.60	3.4

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

期间 GDP、PMI 变动表示“第一次降息时数据”减“最后一次加息时数据”

PCE、核心 PCE 均表示同比数据

### 3 宏观数据扫描

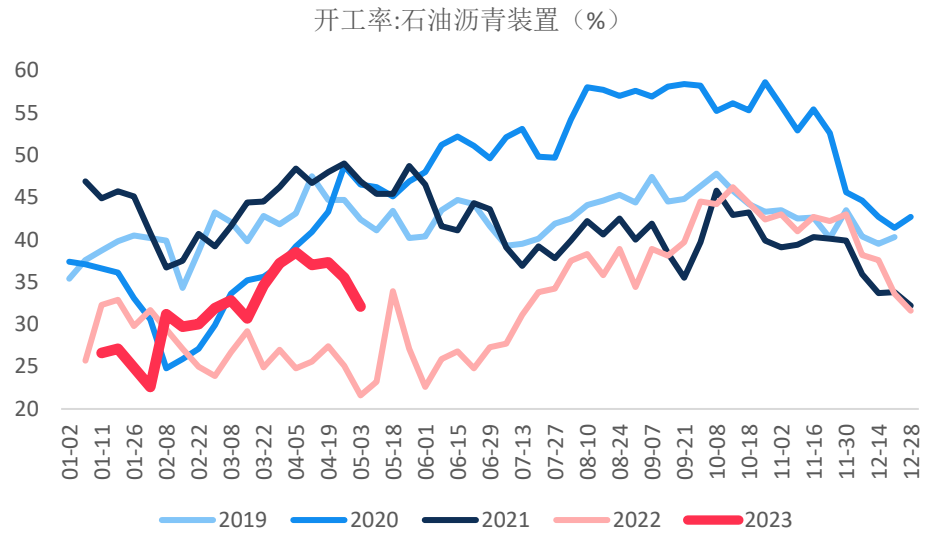
受上周公布数据偏弱的利空催化，本周市场延续股商弱、债强的走势。经济高频数据显示，生产端延续弱势，居民出行和地产消费数据边际略有回升。

图 11：债强、股商弱



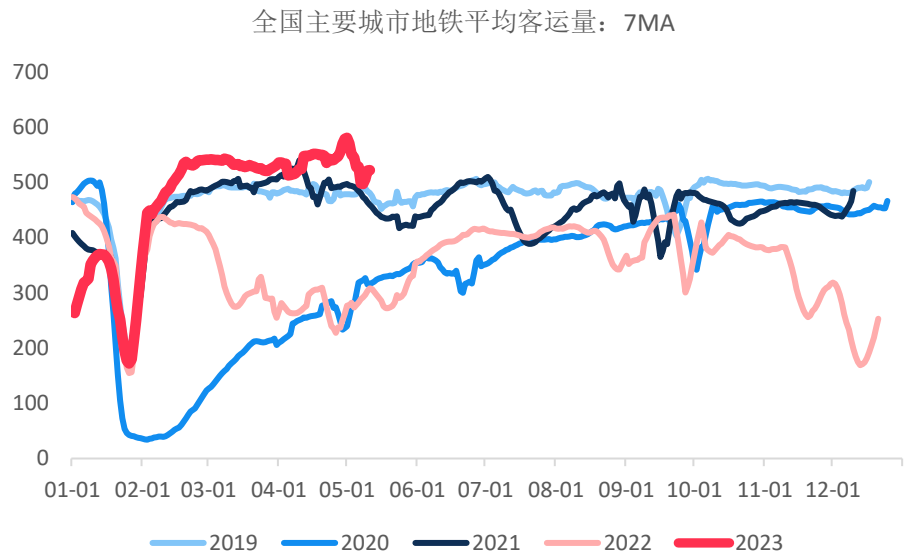
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 12：生产端延续走弱



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

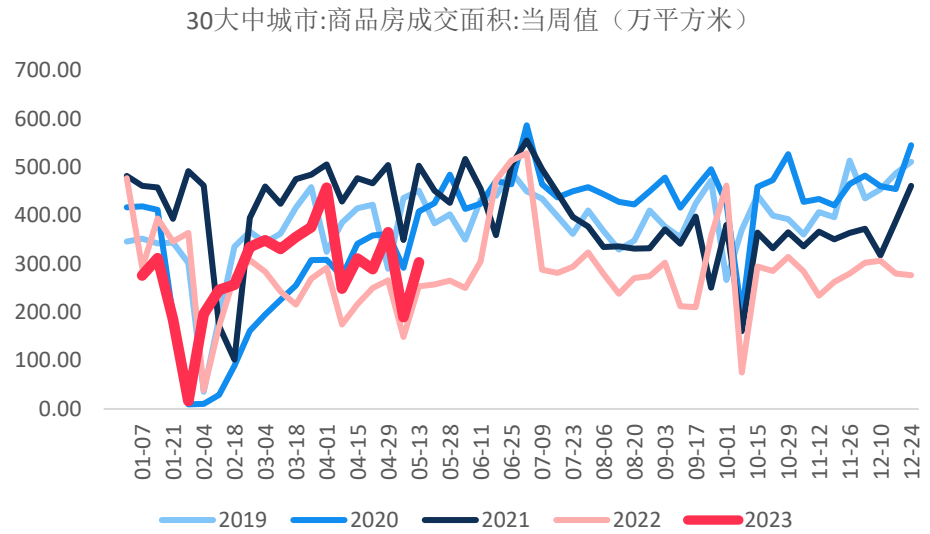
图 13：地铁客运量有所下滑（万人次）



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:当周值（万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

## 4 后市展望

往后看，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。主要变数在于：1) 市场信心下降导致螺旋式反应，同时政策力度有限；2) 海外经济和资本市场的变化。

风险提示：疫情走势超预期；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。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022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