



宏观研究

【粤开宏观】资本市场表现与宏观经济的两大背离

2023年05月16日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】政治局会议释放的八大信号》2023-04-28

《【粤开宏观】“美元霸权”与“去美元化”：国际货币体系视角》2023-05-03

《【粤开宏观】大类资产分析手册之一：黄金的定价逻辑与常见误区》2023-05-08

《【粤开宏观】银行协定存款和通知存款自律上限下调点评》2023-05-11

《【粤开宏观】大起大落金融数据的背后：4月金融数据解读》2023-05-12

摘要

5月16日，国家统计局公布4月生产、消费、投资数据。在去年同期低基数作用下，4月主要经济指标同比高增，但不及市场预期，当日上证指数和创业板指分别收跌0.6%和0.25%。

一、今年以来，资本市场表现与宏观经济存在两大背离

1、债强股弱与经济复苏之间的背离。当前中国经济正处在复苏阶段，根据美林投资时钟理论，在经济复苏阶段，股票通常好于债券，成长股往往好于价值股。但从股市和债市的表现来看，1月确实是在交易经济复苏，但2月以来似乎更偏向交易衰退。2月以来，万得全A指数震荡下行，国债收益率更是快速跌破2.8%，降至去年上半年的下沿水平。股市内部，1月成长股显著强于价值股，与美林时钟的指导相符；但2月以来形势逆转，成长股大幅下挫，价值股却一路走强。

2、国债收益率下行与社融增速上升之间的背离。今年以来社融增速显著加快，4月社会融资规模存量同比增长10%，较去年末上升0.4个百分点。过去的社融扩张，通常伴随着国债收益率的显著上行。但是2月以来，尽管社融增速持续上升，10年期国债收益率却一路从2.9%跌至2.7%。预期的债券熊市没有发生，反而迎来一轮债券牛市。

二、背离原因：本轮经济恢复存在特殊性，过往规律不适用

1、经济非典型恢复，市场信心不足。无论是美林投资时钟，还是国债收益率与社融增速的关系，都是根据过去的经济周期与资本市场表现总结而成。但是自2020年疫情爆发以来，中国经济乃至全球经济都出现了新形势和新变化，不能再简单套用过去的经验规律。市场对于当前经济恢复的斜率和持续性存在分歧和疑虑，因此即使一季度经济金融数据持续超预期，资本市场仍表现疲软。

2、经济拉动链条缩短，乘数效应减弱。中国经济存在几大重要链条：**基建链条、房地产链条、出口链条、消费链条。**这些链条通过“乘数-加速数”的机制拉动经济增长。例如，当1块钱被花在购房上后，一方面会带动后续家具、家电、家装等的更多消费，另一方面，这1块钱要用于支付建筑和上游原材料等一系列费用，继而成为这些行业的员工工资和企业利润，工资再变成消费，利润变成投资。最终，1块钱的花费，形成了几块钱的GDP，这就是凯恩斯的“乘数-加速数理论”，也是宏观调控的理论基础之一。

传统的经济复苏一般是全面复苏，多个链条同步启动，拉动经济快速走强；本轮经济恢复却只有基建链条和服务消费链条发力，房地产链条、出口链条、耐用品消费链条乏力，导致总体拉动链条缩短，乘数效应减弱，经济内生增长动力不足。相较于房地产链条、出口链条和耐用品消费链条，基建链条和



服务消费链条所串联的细分行业和微观主体要更少一些，因此对经济的带动作用也更弱一些。例如同样是 1 块钱，花在房地产上可以产生几块钱的 GDP，但若花在理发上，理发师傅收入增加，也有利于形成派生消费，但链条也仅限于此，形成的 GDP 可能只有 1 块多。

三、积压的需求红利消退，亟需政策协同发力

4 月经济恢复速度放缓，前期积压的需求红利消退是重要原因。一季度经济数据超预期高增，离不开前期积压需求的集中释放。积压的出口订单带动出口和工业生产，积压的购房需求带动 2、3 月房地产市场回暖，叠加财政货币政策靠前协同发力，地方政府“开局即冲刺”，金融机构实现信贷“开门红”，共同铸就了一季度亮眼的经济金融数据。然而随着这部分需求在一季度集中释放，经济内生需求仍然不足，无法及时接续，导致 4 月经济金融数据出现回落。

从下阶段政策看，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在，财政和货币政策要继续发力，更加强调政策的系统性和合力。

风险提示：全球经济下行超预期、财政货币政策超预期



目 录

一、今年以来，资本市场表现与宏观经济存在两大背离	4
1、债强股弱与经济复苏之间的背离	4
2、国债收益率下行与社融增速上升之间的背离.....	5
二、背离原因：本轮经济恢复存在特殊性，过往规律不适用	6
1、经济非典型恢复，市场信心不足	6
2、经济拉动链条缩短，乘数效应减弱.....	7
三、积压的需求红利消退，仍需政策协同发力	8

图表目录

图表 1： 1 月股涨债跌，2 月以来股跌债涨.....	4
图表 2： 1 月成长股强于价值股，2 月以来价值股强于成长股.....	5
图表 3： 今年以来社融增速上升，国债收益率下降	5
图表 4： 当前青年失业率大幅高于历史同期水平.....	6
图表 5： CPI 和 PPI 同比持续下滑.....	7
图表 6： 4 月 30 城商品房销售明显回落.....	8
图表 7： 建筑业和服务业的景气度高于制造业	8
图表 8： 主要经济指标表现.....	9



一、今年以来，资本市场表现与宏观经济存在两大背离

1、债强股弱与经济复苏之间的背离

从周期角度来看，当前中国经济正处在复苏阶段。去年底防疫政策优化、叠加疫情第一波高峰快速过去，经济从疫情模式切换到了正常的市场经济状态，迎来稳步恢复。一季度 GDP 同比增长 4.5%，显著高于市场预期的 4%。政府也对经济的复苏态势予以确认。4 月 28 日中央政治局会议指出：“经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势”。

然而资本市场的表现与经济周期并不一致。根据美林投资时钟理论，在经济复苏阶段，股票通常好于债券，成长股往往好于价值股。但从股市和债市的表现来看，1 月确实是在交易经济复苏，但 2 月以来似乎更偏向交易衰退。1 月万得全 A 指数和 10 年期国债收益率显著上行，反映出市场对于经济前景的乐观情绪。2 月以来，万得全 A 指数震荡下行，国债收益率更是快速跌破 2.8%，降至去年上半年的下沿水平。股市内部，1 月成长股显著强于价值股，与美林时钟的指导相符；但 2 月以来形势逆转，成长股大幅下挫，价值股却一路走强。

图表1：1 月股涨债跌，2 月以来股跌债涨



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：1月成长股强于价值股，2月以来价值股强于成长股



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、国债收益率下行与社融增速上升之间的背离

今年以来社融增速显著加快。货币政策坚持稳健取向，实现了较好的调控效果，有力支持经济发展恢复向好。货币信贷合理增长，1-4月新增人民币贷款11.3万亿元，同比多增2.3万亿元；4月末人民币贷款、广义货币（M2）、社会融资规模存量同比分别增长11.8%、12.4%和10.0%，较去年末分别上升0.7、0.6和0.4个百分点。

然而10年期国债收益率却持续走低。过去的社融扩张，通常伴随着国债收益率的显著上行。社融扩张往往预示着经济基本面好转、货币宽松逐步退出、资金面逐步收紧，从而推动国债收益率走高。但是2月以来，尽管社融增速持续上升，10年期国债收益率却一路从2.9%跌至2.7%。预期的债券熊市没有发生，反而迎来一轮债券牛市。

图表3：今年以来社融增速上升，国债收益率下降



资料来源：Wind、粤开证券研究院



二、背离原因：本轮经济恢复存在特殊性，过往规律不适用

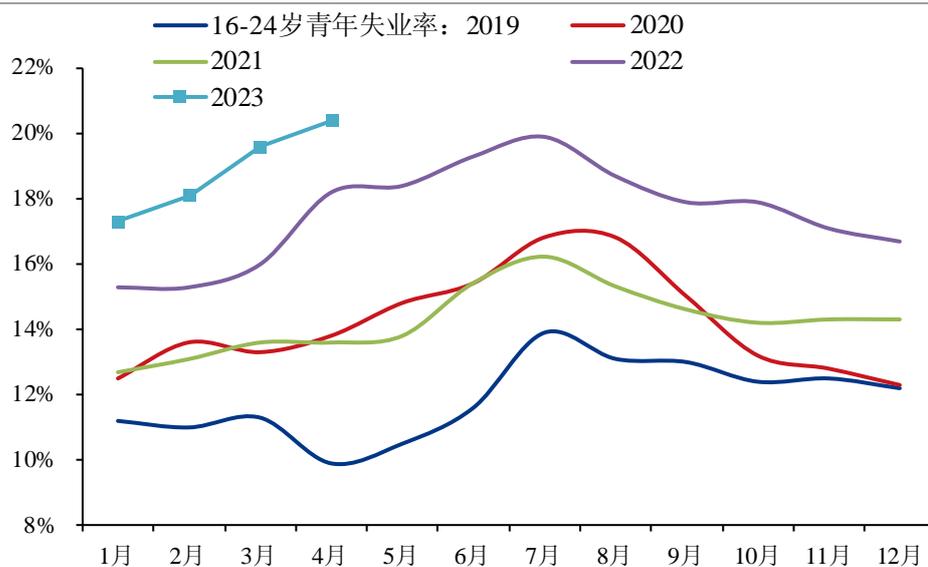
1、经济非典型恢复，市场信心不足

无论是美林投资时钟，还是国债收益率与社融增速的关系，都是根据过去的经济周期与资本市场表现总结而成。但是自 2020 年疫情爆发以来，中国经济乃至全球经济都出现了新形势和新变化，不能再简单套用过去的经验规律。

本轮经济复苏属于非典型复苏，呈现出明显的四个不均衡特点：其一，总体数据好于结构数据（耐用消费品等增速低）；其二，宏观数据好于微观数据（企业利润、居民收入和财政收入增速低）；其三，服务业好于工业；其四，内需好于外需。中央政治局会议也指出：“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。”

市场对于经济恢复的斜率和持续性存在分歧和疑虑。因此即使一季度经济金融数据持续超预期，资本市场仍表现疲软。4 月经济数据走弱，进一步冲击市场信心。4 月制造业 PMI 降至 49.2%，滑入收缩区间；16-24 岁青年失业率升至 20.4%，大幅高于历史同期水平；物价持续走低，2-4 月 CPI 同比分别仅为 1.0%、0.7%、0.1%，引发“经济是否陷入通缩”的讨论；1-4 月民间投资累计同比仅为 0.4%，大幅低于固定资产投资总额增速的 4.7%；4 月房地产销售、投资在 2、3 月的短暂反弹后再度走低。

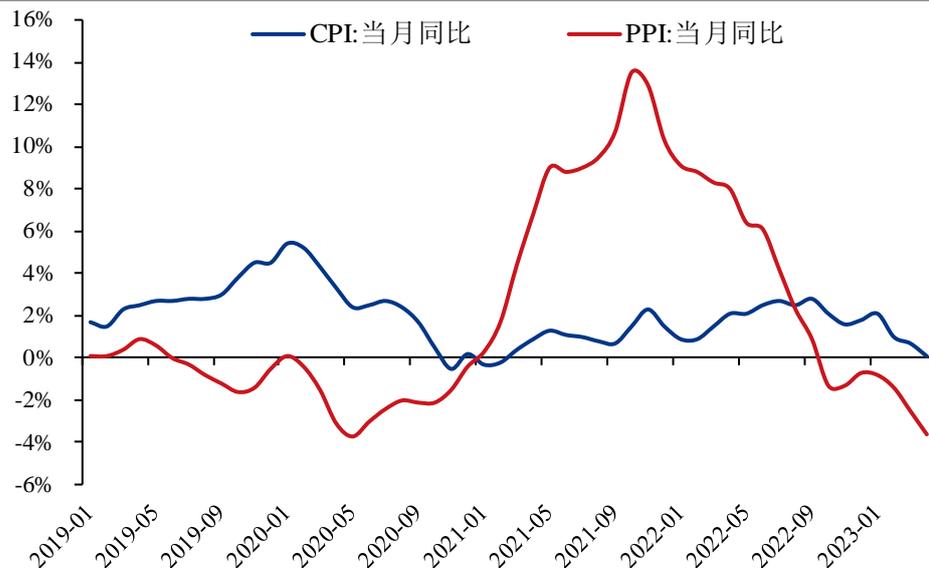
图表4：当前青年失业率大幅高于历史同期水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表5: CPI 和 PPI 同比持续下滑



资料来源: Wind、粤开证券研究院

2、经济拉动链条缩短，乘数效应减弱

中国经济存在几大重要链条：**基建链条、房地产链条、出口链条、消费链条**。基建链条会拉动建筑业及上游原材料，是政府进行逆周期宏观调控的重要手段。房地产链条是过去中国经济高速增长的重要动力，既涉及地产后周期的家具、家电、家装等消费，又能带动建筑、钢铁、水泥、玻璃、工程机械等上游行业，还关系到地方政府的财政收入，继而影响财政支出能力。出口链条关联着制造业链条，出口强劲，工业企业利润显著好转，出口低迷，工业企业利润下滑。消费链条通常起着“压舱石”的作用，消费的波动性要小于投资和出口；消费链条中的耐用品消费较为重要，例如汽车便关联着众多上下游产业链。

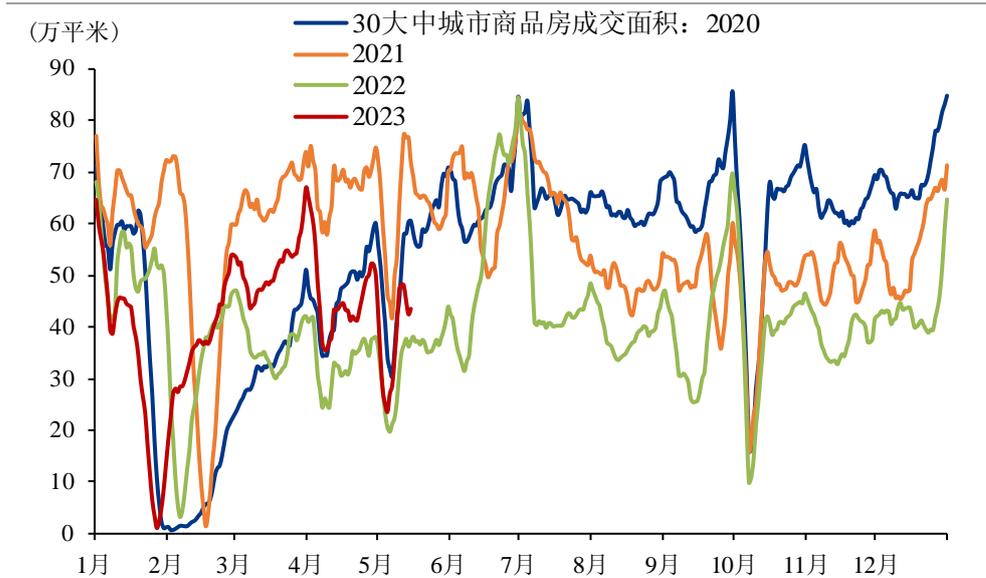
上述链条通过“乘数-加速数”的机制拉动经济增长。例如，当1块钱被花在购房上后，一方面会带动后续家具、家电、家装等的更多消费，另一方面，这1块钱要用于支付建筑和上游原材料等一系列费用，继而成为这些行业的员工工资和企业利润，工资再变成消费，利润变成投资。最终，1块钱的花费，形成了几块钱的GDP，这就是凯恩斯主义的“乘数-加速数理论”，也是宏观调控的理论基础之一。

传统的经济复苏一般是全面复苏，多个链条同步启动，拉动经济快速走强；本轮经济恢复却只有基建链条和服务消费链条发力，**房地产链条、出口链条、耐用品消费链条乏力**。1-4月广义基建投资、餐饮收入、服务业生产指数累计同比分别为9.8%、19.8%和8.4%；而房地产投资、出口、工业增加值累计同比分别为-6.2%和2.5%和3.6%。

本轮经济恢复的拉动链条缩短，乘数效应减弱，经济内生增长动力不足。相较于房地产链条、出口链条和耐用品消费链条，基建链条和服务消费链条所串联的细分行业和微观主体要更少一些，因此对经济的带动作用也更弱一些。例如同样是1块钱，花在房地产上可以产生几块钱的GDP，但若花在理发上，理发师傅收入增加，也有利于形成派生消费，但链条也仅限于此，形成的GDP可能只有1块多。

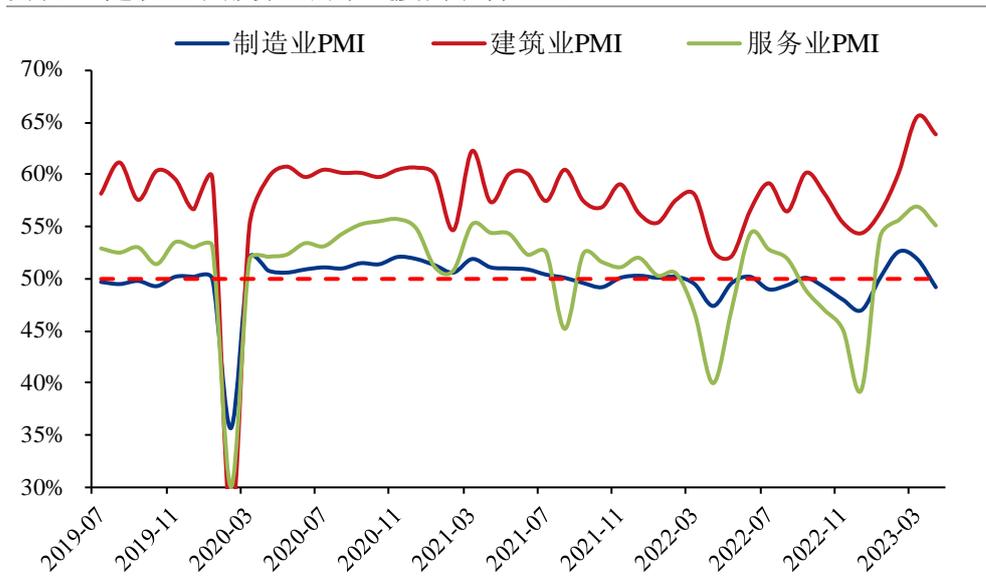


图表6：4月30城商品房销售明显回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：建筑业和服务业的景气度高于制造业



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、积压的需求红利消退，仍需政策协同发力

4月经济恢复速度放缓，前期积压的需求红利消退是重要原因。一季度经济数据超预期高增，固然有疫情限制解除、经济主体积极性回升的内在动力，也离不开前期积压需求的集中释放。积压的出口订单带动出口和工业生产，积压的购房需求带动2、3月房地产市场回暖，叠加财政货币政策靠前协同发力，地方政府“开局即冲刺”，金融机构实现信贷“开门红”，共同铸就了一季度亮眼的经济金融数据。然而随着这部分需求在一季度集中释放，经济内生需求仍然不足，无法及时接续，导致4月经济金融数据出现回落。



图表8：主要经济指标表现

类别	指标	2022年				2023年			
		9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	4月预期
生产（当月同比）	工业增加值	6.3	5.0	2.2	1.3	2.4	3.9	5.6	9.7
	服务业生产指数	1.3	0.1	-1.9	-0.8	5.5	9.2	13.5	
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	3.5	10.6	18.4	20.2
	商品零售	3.0	0.5	-5.6	-0.1	2.9	9.1	15.9	
	餐饮收入	-1.7	-8.1	-8.4	-14.1	9.2	26.3	43.8	
投资（累计同比）	固定资产投资	5.9	5.8	5.3	5.1	5.5	5.1	4.7	5.2
	房地产投资	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7	-5.8	-6.2	-5.1
	制造业投资	10.1	9.7	9.3	9.1	8.1	7.0	6.4	7.2
	基建投资（广义）	11.2	11.4	11.7	11.5	12.2	10.8	9.8	10.6
出口（当月同比）	出口（美元计价）	5.5	-0.4	-9.0	-10.0	-6.8	14.8	8.5	6.4
房地产（当月同比）	房地产投资	-12.1	-16.0	-19.9	-12.2	-5.7	-7.2	-16.2	
	商品房销售面积	-16.2	-23.2	-33.3	-31.5	-3.6	-3.5	-11.8	
	商品房销售额	-14.2	-23.7	-32.2	-27.7	-0.1	6.3	13.2	

资料来源：Wind、粤开证券研究院

从下阶段政策看，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在，财政和货币政策要继续发力，更加强调政策的系统性和合力。

第一，需求不足仍是主要矛盾，要继续促进消费恢复和投资扩大。消费提振不能靠刺激，而是改革，要增加居民收入、改善消费环境、提高居民福利水平以解除后顾之忧，才能从根本上解决消费不振的问题。此外可扩大消费场景，延长夜间经济、早间经济、地摊经济等消费场景。扩大投资既要靠政府投资发力，更要激发民间投资活力。

第二，强调政策合力，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来。宏观政策要发挥出效果，必须作用于微观市场主体，必须作用于市场主体信心的提振，否则政策陷入陷阱和空转。

第三，财政政策要加力提效，货币政策要精准有力。这是保持政策连续性和稳定性的需要，也是当前经济恢复基础不牢的需要。其一，财政政策要加力提效，要进一步加快专项债的发行和使用，拉动基建投资进而稳定固定资产投资；要继续落实前期确定的减税降费举措，重点呵护制造业、中小微企业和个体工商户，帮扶市场主体；要加大对区县基层的转移支付，促进基层政府更好履职以维护良好的营商环境、改善民生。其二，货币政策要精准有力，支持头部房企正常融资需求，支持居民刚需和改善型购房需求，支持制造业绿色化、数字化、智能化改造升级需要，支持基建投资的配套融资等。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com