

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

- 9月经济数据点评：经济温和修复，消费改善明显
- 9月外贸数据点评：出口延续改善，“量”好于“价”
- 9月金融数据点评：社融超预期，信贷不及预期

- **股债震荡偏弱。**上周在 10 年美国国债收益率延续下行的大背景下，国内股债商表现均偏弱，在全球主要股指中，A 股和港股表现垫底，今年以来也基本处于末位。美债下行以来，全球多数股指涨幅均在 5% 以上，但 A 股和港股涨幅均较小。
- **在本轮反弹中小盘股表现亮眼。**规模指数所代表的市值大小与涨跌幅成反比，即市值越小，涨幅越大。不仅如此，今年以来小盘股的表现也整体好于大盘。小市值股票的超额收益对利率更敏感，但 2023 年以来，这个相关性有所减弱，或与美债收益率的攀升带来的中美利差扩大导致外资流出力度加大，而外资重仓的股票中多为大盘股，因此对小盘股的影响更小。
- 在本轮反弹中，外资并没有随着 A 股的反弹而大幅流入，因此反弹力度弱于小盘股，也弱于全球其他重要股指。10 月多项经济数据走弱，PMI 再次降至荣枯线以下，出口超预期下行，固定资产投资全线走弱，房地产继续下探。尽管中美关系弱势改善，但经济基本面的短期下行再次动摇市场信心，或是 A 股弱势的主要原因，稳增长仍有发力必要。
- **中美元首会晤，释放积极信号。**2023 年 5 月以来，中美高层恢复对话，9 月以来，中美对话边际增加，为中美元首旧金山会晤建立了良好基础。在当前复杂的国际背景下，中美元首会晤本身也是一种积极信号，而本次会晤在多方面达成了一系列共识，进一步推动中美关系缓和，相关板块或迎来阶段性上涨。
- **经济弱势修复，高频未见改善。**10 月经济数据公布，整体保持弱势平稳。工业、消费和投资均大致持平于 9 月，9-10 月的经济基本保持 7 月以来的低位企稳。然而，房地产依然不振，一二线房价再度下行，信心螺旋未见起色。高频数据未显示明显的改善，社融滞后导致年底经济走弱的风险仍存。
- 从 10 月经济数据来看复苏仍有波折。在这种背景下，一定程度的股弱债强仍有可能。另一方面，APEC 会议反映政策的灵活性在明显增强。一旦股市大跌，则是抄底的好机会。债市的利好仍在，但空间不大；如果有降息降准的操作，反而是利好出尽的信号。美债大概率已经见顶回落，中期有望趋势性下行，这对股债利好，但短期的走势仍有不确定性，值得跟踪关注。从中美利差和中美股市的历史走势来看，中美利差收窄的情况下，A 股表现强于美股的可能性较大。
- 风险提示：经济政策超预期，美债大幅波动，地缘政治变化超预期

上周公布 10 月经济数据，整体保持弱势平稳。叠加中美元首会晤或传递积极信号。上周股债基本呈现震荡走势。短期来看，年底经济下行可能导致的股弱债强或许是股市抄底的机会。另外，美债可能的趋势性下行对股债中期利好仍需重视。

1 股债震荡偏弱，小盘股继续走强

上周股债基本呈现震荡走势，沪深 300 指数累计收跌-0.51%，南华工业品指数累计下行-0.76%，10 年国债到期收益率累计上行 0.8bp。上周在 10 年美国国债收益率延续下行的大背景下，国内股债商表现均偏弱，在全球主要股指中，A 股和港股也相对弱势。

图 1：近期股债商走势



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

可以看到，在全球股指排名中，不仅上周 A 股表现垫底，今年以来 A 股和港股表现也基本处于末位。美债下行以来，全球多数股指涨幅均在 5% 以上，但 A 股和港股涨幅较小，排名仍然靠后。

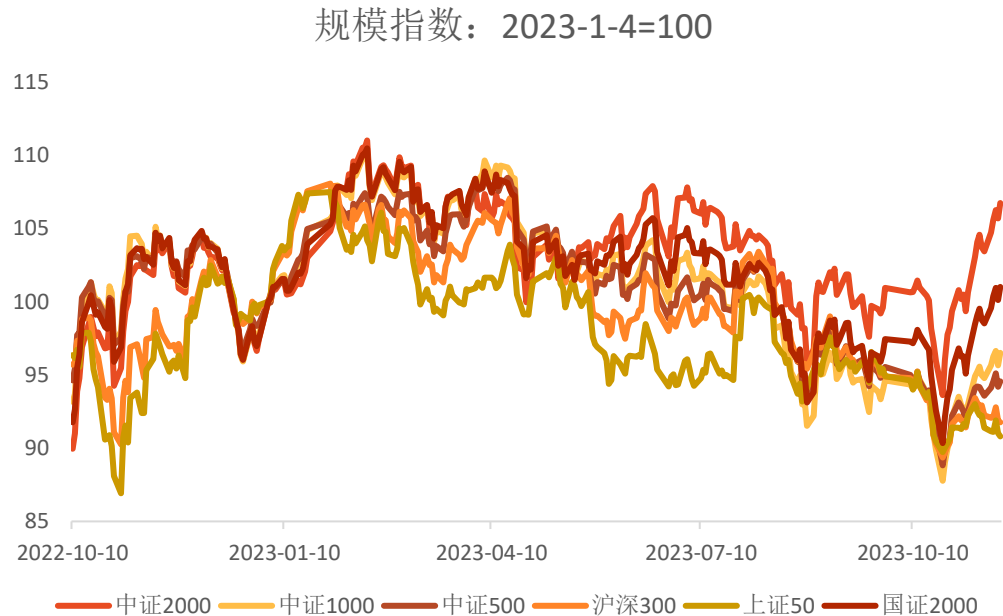
图 2：全球股指区间涨跌幅（%）

全球指数	上周涨跌幅 (11.13-11.17)	美债下行以来涨跌幅 (10.28-11.17)	今年以来涨跌幅 (1.1-11.17)
创业板指	(0.93)	2.93	(15.35)
深证成指	0.01	2.14	(9.41)
上证指数	0.51	1.21	(1.13)
澳洲标普200	1.04	3.26	0.15
恒生指数	1.46	0.32	(11.76)
道琼斯工业指数	1.94	7.80	5.43
英国富时100	1.95	2.92	0.70
标普500	2.24	9.63	17.57
纳斯达克指数	2.37	11.73	34.96
韩国综合指数	2.50	7.25	10.44
法国CAC40	2.68	6.45	11.74
日经225	3.12	8.37	28.71
台湾加权指数	3.15	6.66	21.72
巴西IBOVESPA指数	3.49	10.13	13.70
德国DAX	4.49	8.39	14.33

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

而在本轮反弹中小盘股表现亮眼，我们对比了中证规模指数的走势，发现本轮反弹中，规模指数所代表的市值大小与涨跌幅成反比，即市值越小，涨幅越大。不仅如此，今年以来小盘股的表现也整体好于大盘。

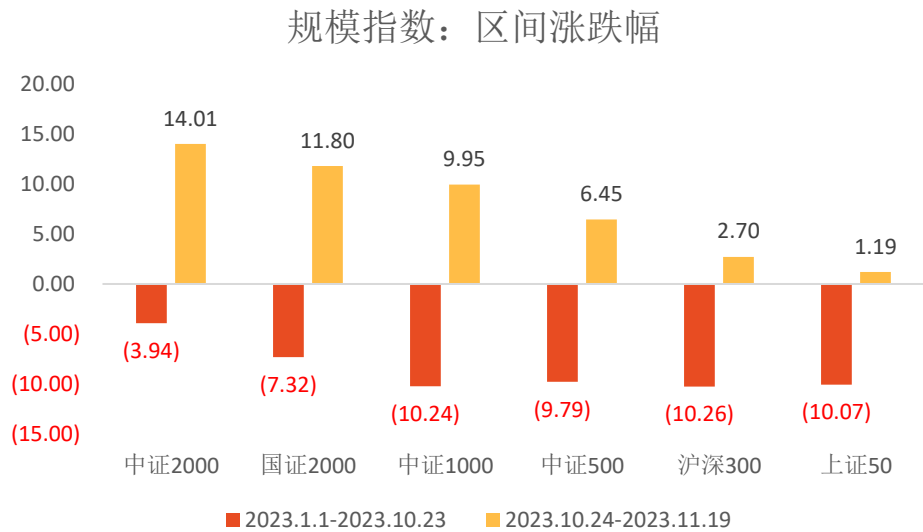
图 3：规模指数走势



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：国证2000指数成分股约为市值排名第1001-3000的股票，中证2000成分股约为市值排名第1801-3800的股票，中证2000指数所代表的市值小于国证2000。

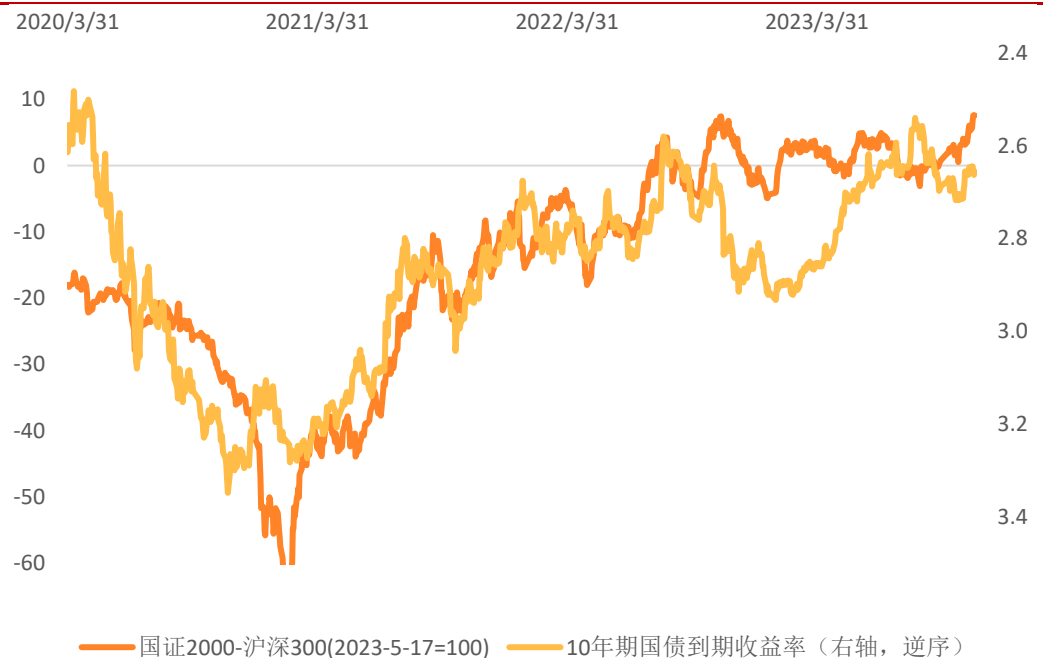
图 4：规模指数区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

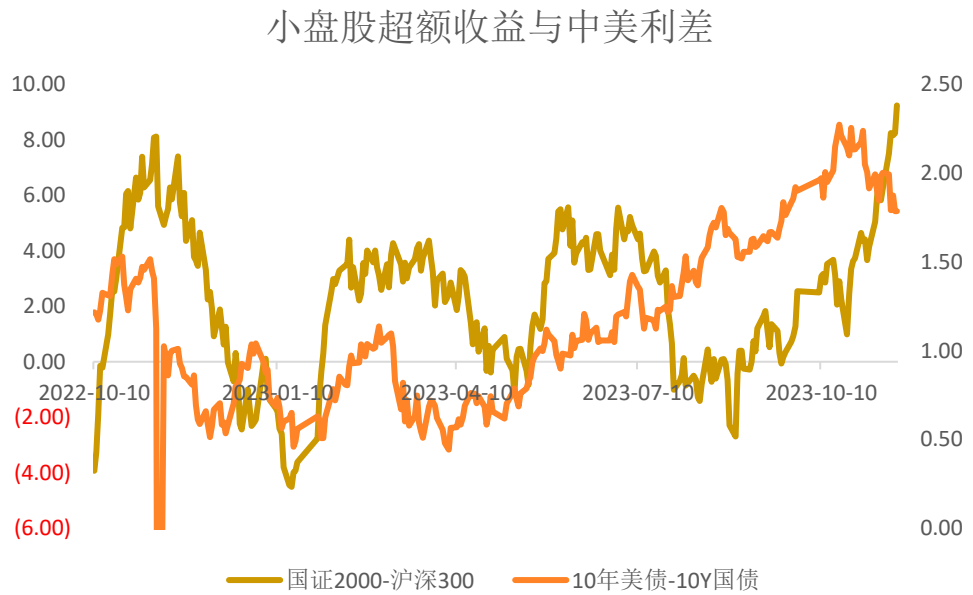
过去 3 年，小市值股票的超额收益对利率更敏感，其与中债 10 年国债收益率呈现明显的负相关关系。但 2023 年以来，这个相关性有所减弱。我们猜测或与美债利率有一定关系，美债收益率的攀升带来的中美利差扩大导致外资流出力度加大，而外资重仓的股票中多为大盘股，因此对小盘股的影响更小。

图 5：小盘股超额收益对利率敏感（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

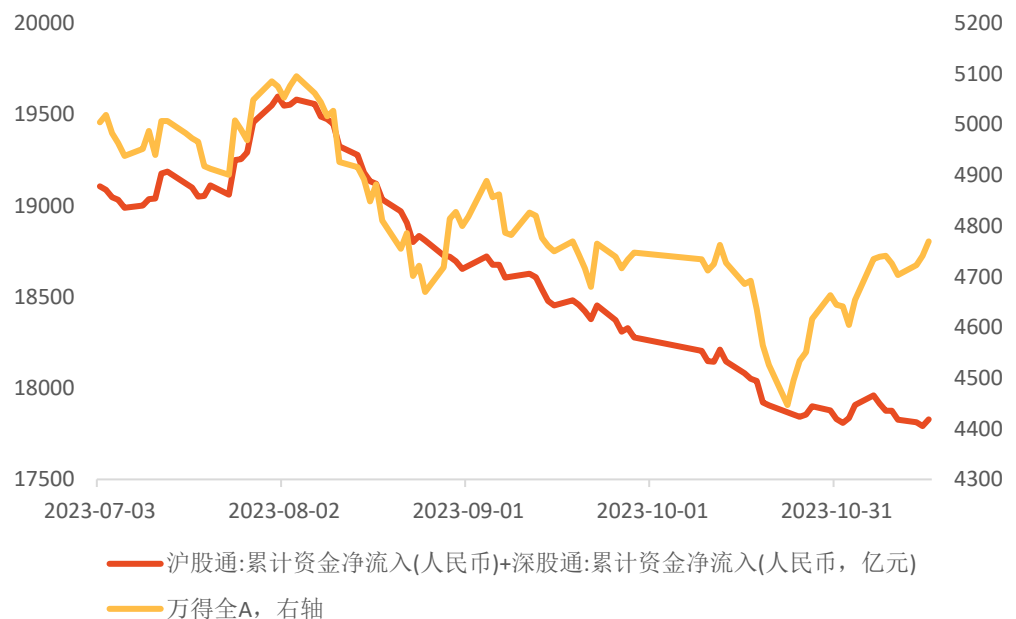
图 6: 小盘股超额收益与中美利差 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

在本轮反弹中，外资并没有随着 A 股的反弹而大幅流入，因此反弹力度弱于小盘股，也弱于全球其他重要股指。10 月多项经济数据走弱，PMI 再次降至荣枯线以下，出口超预期下行，固定资产投资全线走弱，房地产继续下探。尽管中美关系弱势改善，但经济基本面的短期下行再次动摇市场信心，或是 A 股弱势的主要原因，稳增长仍有发力必要。

图 7: 本轮反弹外资净流入有限



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2 中美元首会晤，释放积极信号

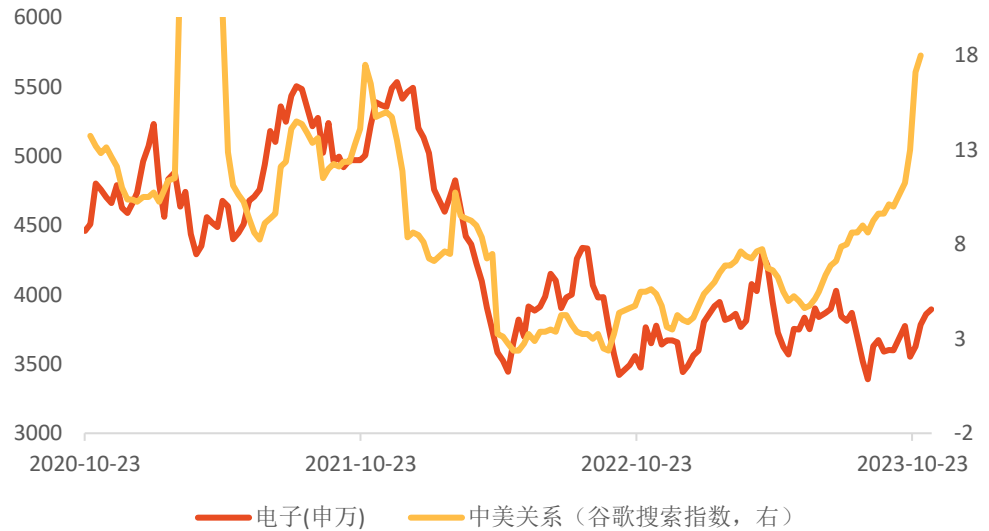
2023年5月以来，中美高层恢复对话，9月以来，中美对话边际增加，经济领域工作小组的成立、习近平主席会见舒默、纽森，王毅外长会见布林肯、拜登，美方态度有所缓和，为中美元首旧金山会晤建立了良好基础。在当前复杂的国际背景下，中美元首会晤本身也是一种积极信号，而本次会晤在气候合作、禁毒合作、人工智能、军事沟通、人员交流等多方面达成了一系列共识，进一步推动中美关系缓和，相关板块或迎来阶段性上涨。

图 8：中美关系相关报道增多



资料来源：公开信息整理，首创证券研究发展部

图 9：电子行业指数与中美关系搜索指数

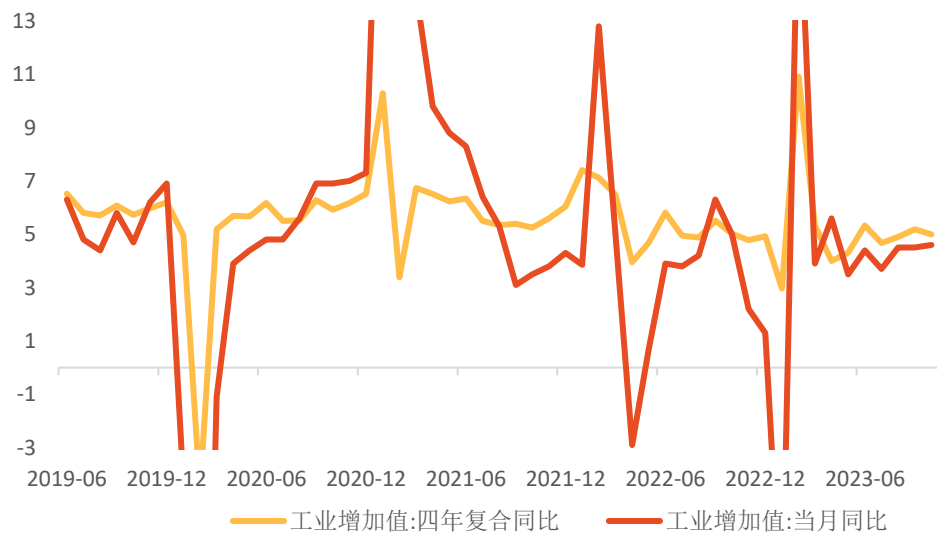


资料来源：google, wind, 首创证券研究发展部

3 经济弱势修复，高频未见改善

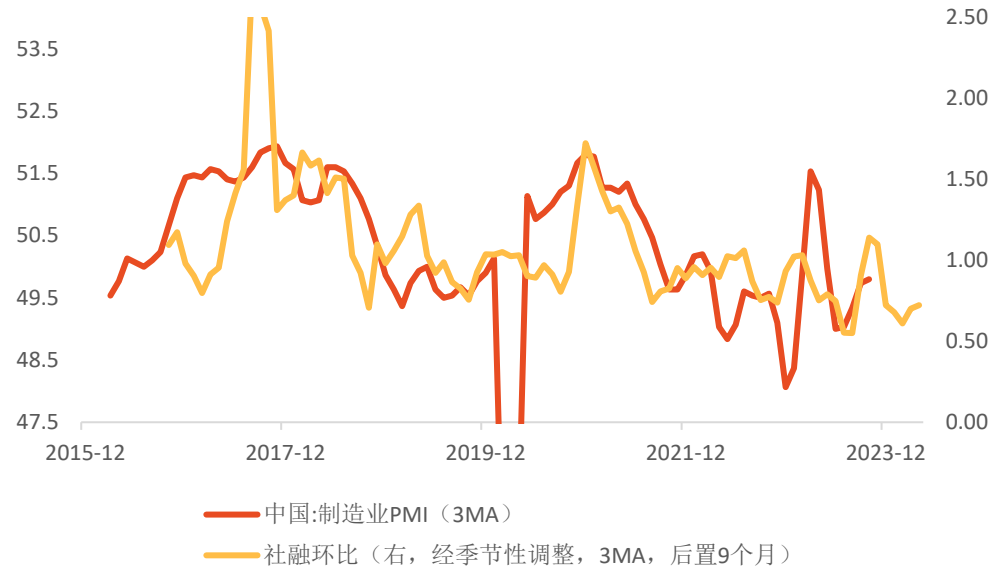
10 月经济数据公布，整体保持弱势平稳。工业、消费和投资均大致持平于 9 月，9-10 月的经济基本保持 7 月以来的低位企稳。然而，房地产依然不振，一二线房价再度下行，信心螺旋未见起色。高频数据未显示明显的改善，社融滞后导致年底经济走弱的风险仍存。

图 10：10 月经济弱势平稳



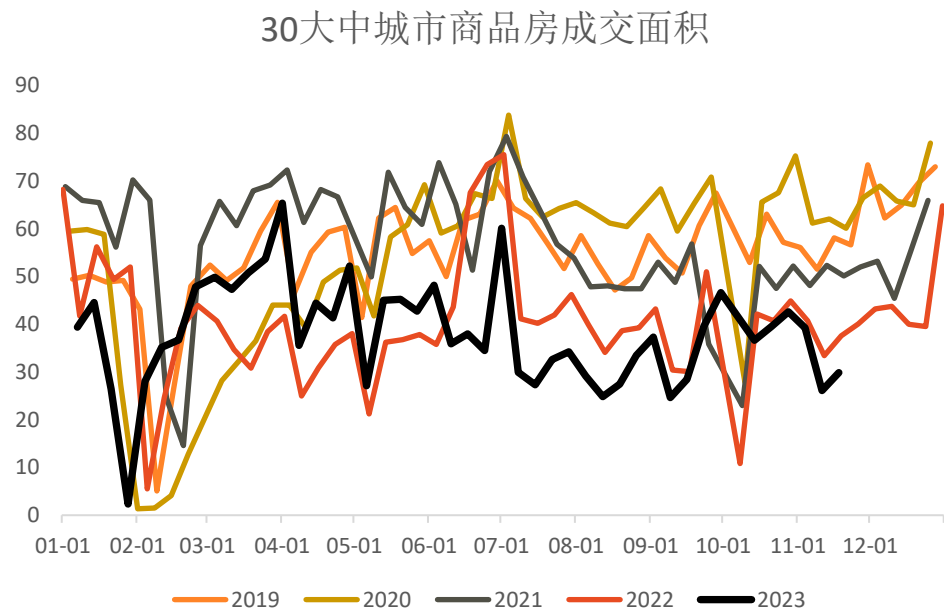
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11：社融环比增速领先制造业 PMI 3 个季度左右（%）



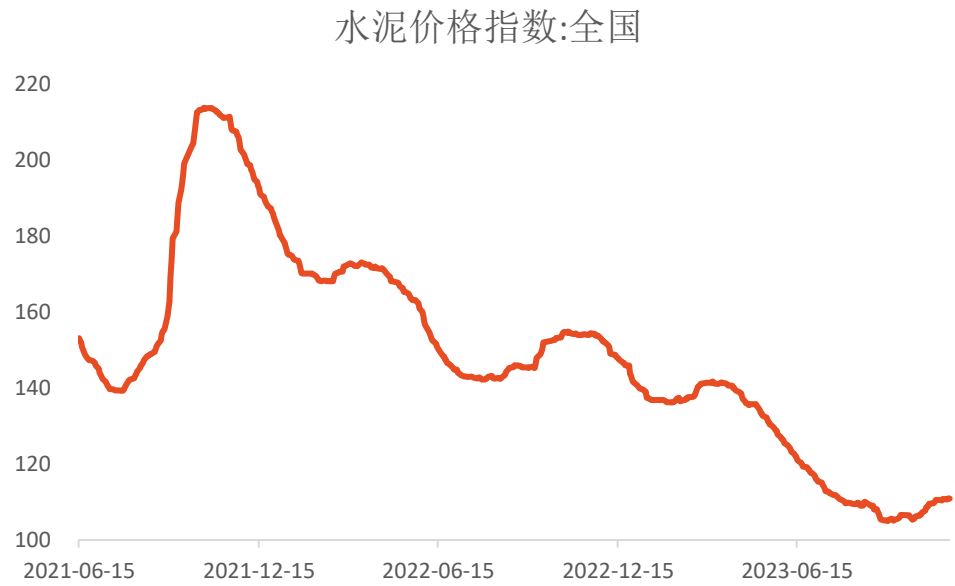
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 12：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



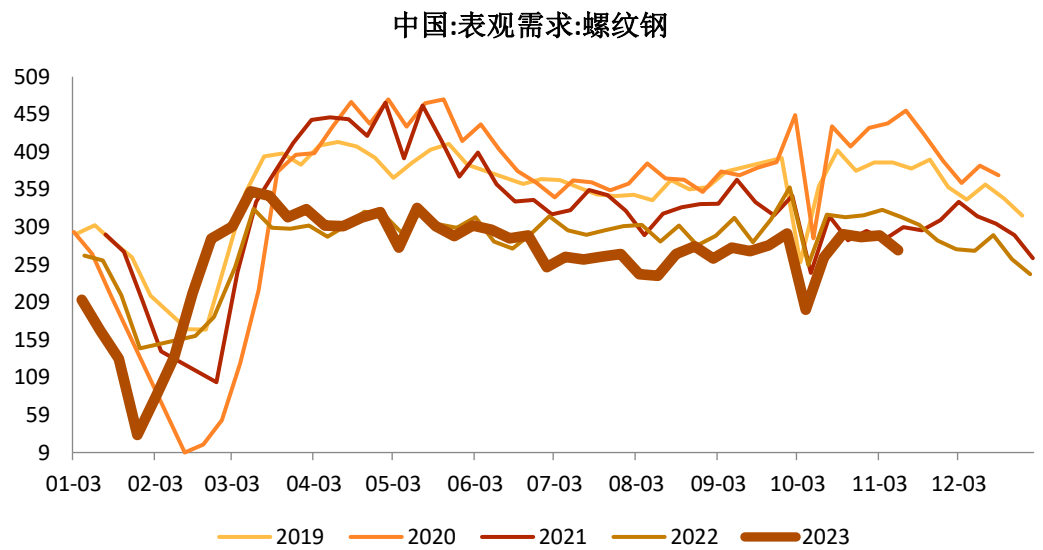
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 水泥价格指数



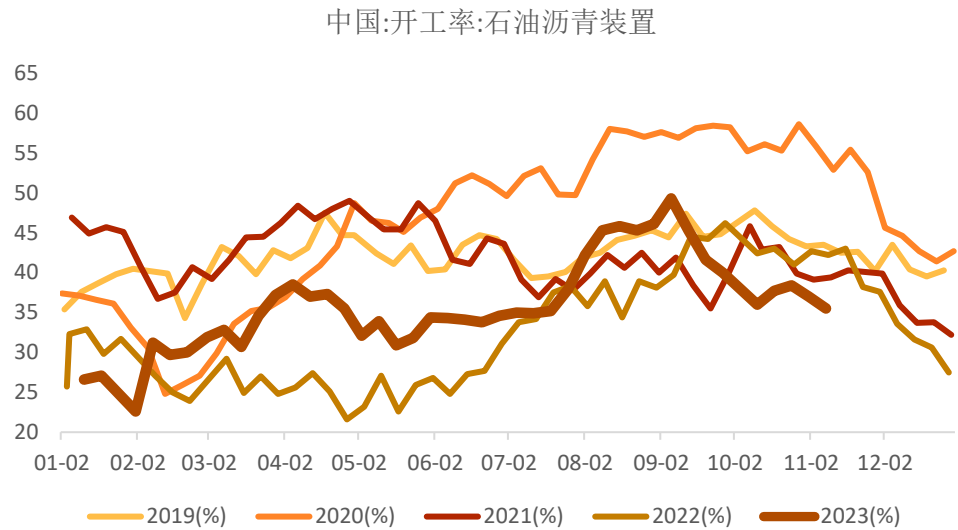
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 螺纹钢表观需求 (万吨)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 中国:开工率:石油沥青装置 (%)



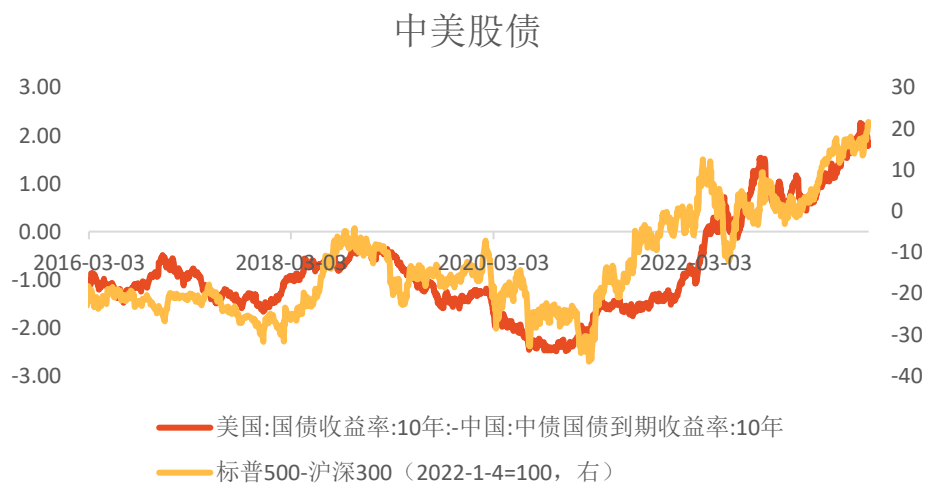
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

海外市场的变动、地缘政治的变化和国内强力政策的持续性是当前市场关注的焦点。国内经济复苏趋势确定,但从 10 月经济数据来看复苏仍有波折。在这种背景下,一定程度的股弱债强仍有可能。另一方面,APEC 会议反映政策的灵活性在明显增强。一旦股市大跌,则是抄底的好机会,建议关注三中全会和中央经济工作会议。债市的利好仍在,但空间不大;如果有降息降准的操作,反而是利好出尽的信号。

美债大概率已经见顶回落,中期有望趋势性下行,这对股债利好,但短期的走势仍有不确定性,值得跟踪关注。从中美利差和中美股市的历史走势来看,中美利差收窄的情况下,A 股表现强于美股的可能性较大。

图 16: 中美股债 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

5 风险提示

风险提示：经济政策超预期，美债大幅波动，地缘政治变化超预期

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。

杨亚仙，宏观分析师，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11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