

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：政策有松动，股市等反弹
- 10月金融数据点评：财政托举总量，政策左右结构
- 宏观周报：伺机而动

- **对近期资本市场的理解。**上周整体是 Risk Off 行情，股弱债强；原因在于利好政策不延续叠加经济数据不佳。理解 9 月以来资本市场的走势，我们认为有四个主要线索，一是经济内生动能稳中趋缓，二是稳增长政策逆周期调节，三是短端流动性偏紧，四是美债收益率变化。四个因素同时对市场产生影响，但在各阶段的重要性不同。
- 9 月至 10 月 23 日，股债出现了明显的分化，10 年期国债收益率上行，万得全 A 走弱并触及低点。这一阶段起主要作用的是美债收益率大幅上行，同时压制国内流动性。10 月 23 日至今，A 股低点反弹后震荡走弱，A 债收益率高点回落后震荡走低，过程中受政策影响波动较大，股债走势符合 10-11 月经济稳中趋缓的基本面形势，但在短端流动性掣肘以及稳增长政策冲击下，10 年期国债收益率仍然比 9 月初高 5BP 左右，而万得全 A 比 9 月初收盘价低约 2%。
- **对 A 股走势分化的理解。**10 月底，随着美债收益率高点回落，全球风险偏好回升，但是以沪深 300 为代表的 A 股指数在全球主要股指中表现不佳，在中美利差收窄的中途股指反弹便告结束，并且与国证 2000 为代表的小票走势背离。究其原因，市场不乏将大票偏弱归咎于北向资金持续净流出，但这与实际不完全相符，综合多方面因素来看，我们认为沪深 300 相对较弱的原因是经济基本面转弱、资金流出（不仅外资）、情绪催化等原因综合而成。
- **后市展望：弱现实与政策期待的博弈。**四个主要线索，经济内生动能稳中趋缓的确定性较大；稳增长政策逆周期调节的可能性较高；短端流动性转宽松值得期待，但时点不确定性较强；美债收益率走势难以预料，需在密切跟踪的情况下做好应对。短期来看，经济基本面让风险资产承压，但政策不定时托底又带来利好的扰动，震荡仍是主旋律。由于 A 股与美股的背离已经很大，再叠加上证指数的韧性较强，因此 A 股大跌的风险不大。在政策没有大转变的背景下，A 股大涨概率也不大。因此，围绕当前点位低吸高抛或许是当前更有效的策略。
- **高频数据扫描。**高频数据显示经济低位平稳运行，需求、生产边际变化不大，流动性仍然偏紧。
- **风险提示。**地产下行超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

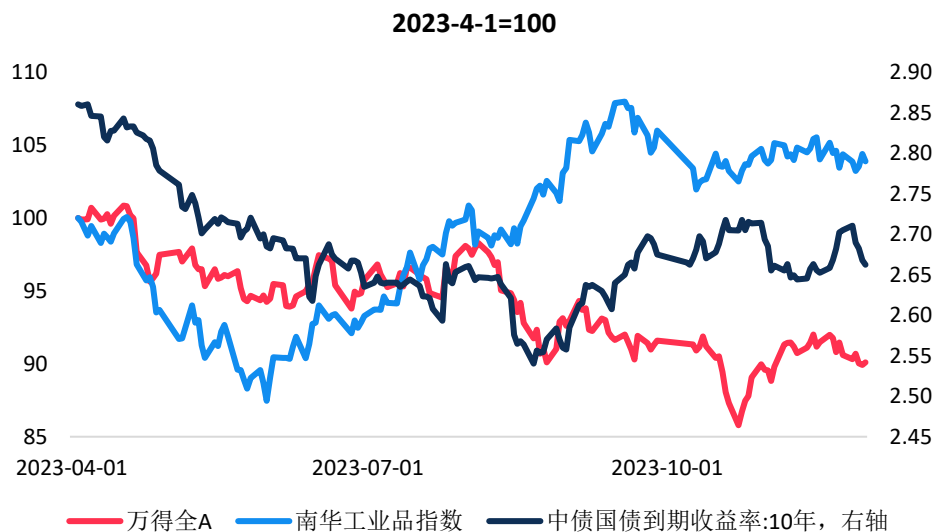
1 对近期资本市场的理解

理解9月以来资本市场的走势，我们认为有四个主要线索，一是经济内生动能稳中趋缓，二是短端流动性偏紧，三是稳增长政策逆周期调节，四是美债收益率变化。四个影响因素同时对市场产生影响，但在各阶段的重要性不同。

9月至10月23日，股债出现了明显的分化走势，10年期国债收益率上行，万得全A走弱并触及低点。这一阶段起主要作用的是美债收益率大幅上行，同时压制国内流动性。一方面，8月超预期降息之后，可能为了避免人民币汇率出现单边行情，短端流动性持续收紧；另一方面，9月中下旬至10月23日，美债收益率快速上行，两者合力拉高了债券收益率，同时压制了股市，10月23日美债触及高点成为A股和A债分化的局部极值点。

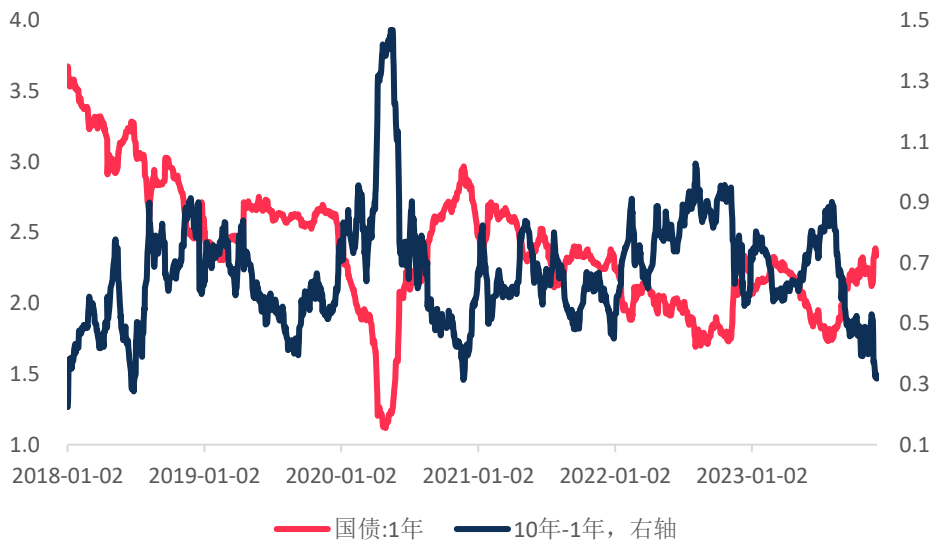
10月23日下午至今，A股低点反弹后震荡走弱，A债收益率高点回落后震荡走低，过程中受政策影响较大，股债走势符合10-11月经济稳中趋缓的基本面形势，但在短端流动性掣肘以及稳增长政策冲击下，10年期国债收益率仍然比9月初高5BP左右，而万得全A比9月初收盘价低约2%。

图1：股债商走势（%）



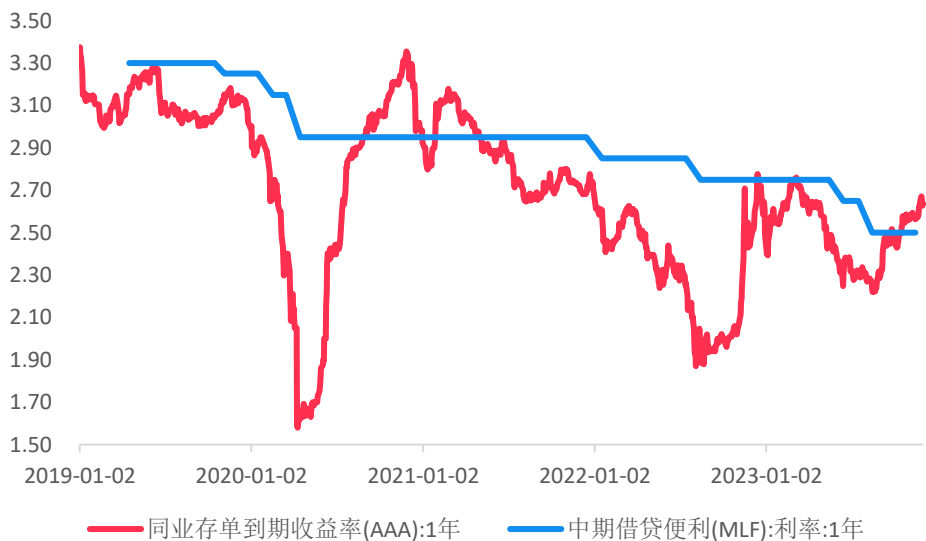
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 2：中国 1 年期国债收益率，10 年期与 1 年期国债利差 (%)



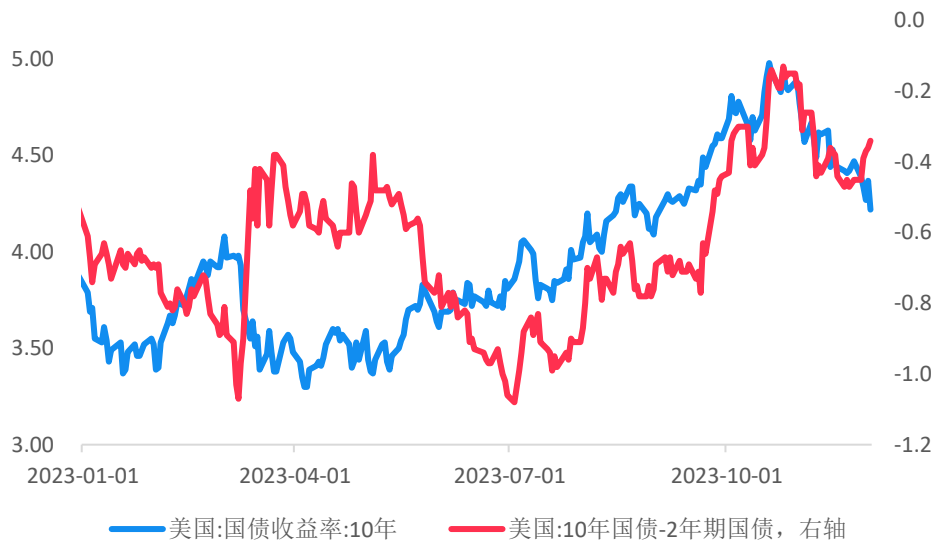
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 3：同业存单与 MLF (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：美国国债收益率（%）



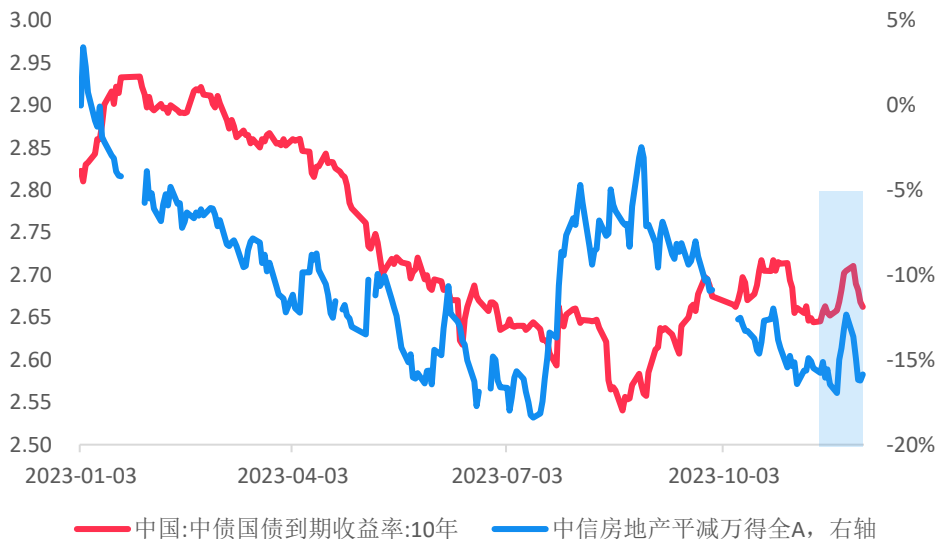
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 5：制造业 PMI 与万得全 A（左轴：%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：10 年国债收益率与中信房地产指数（左轴：%）

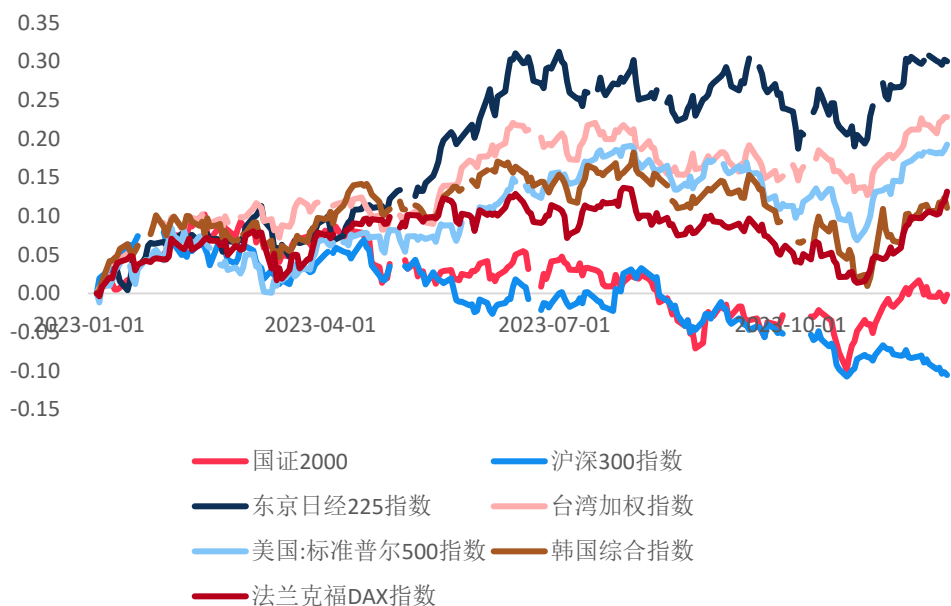


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 对 A 股走势分化的理解

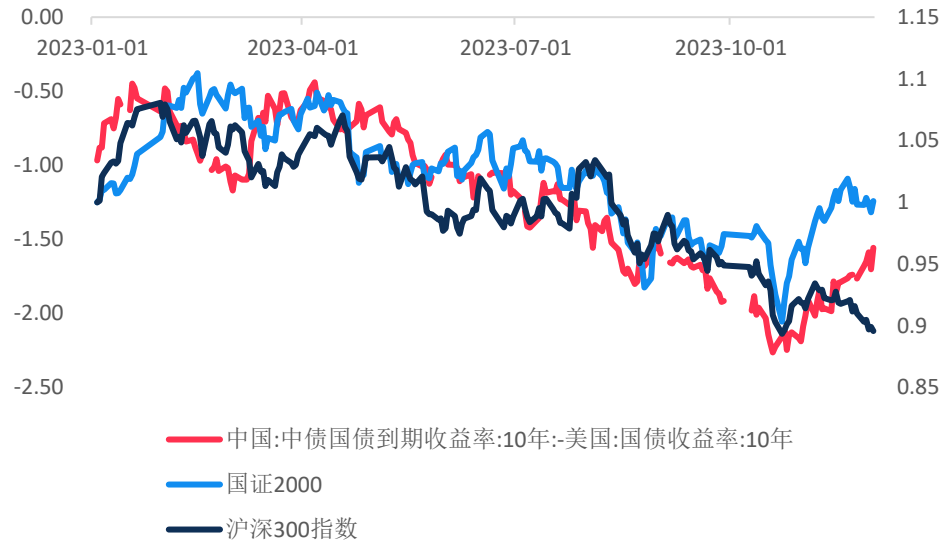
10 月底，随着美债收益率高点回落，全球股市风险偏好回升，但是以沪深 300 为代表的 A 股指数在全球主要股指中表现不甚理想，在中美利差收窄的中途反弹便告结束，并且与国证 2000 为代表的小票走势背离。

图 7：各国股指



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 8: A 股与中美利差 (%)

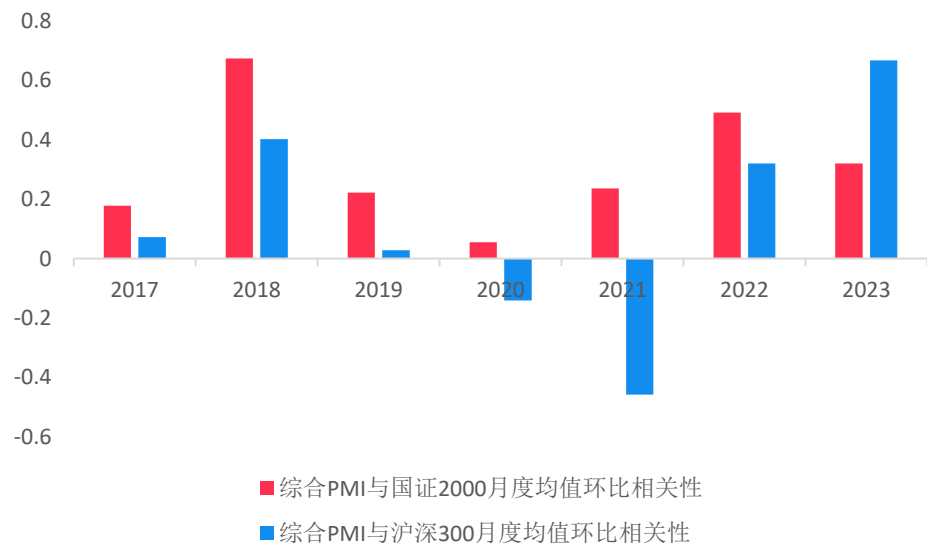


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

市场似乎偏向于将大票偏弱的原因归结于北向资金持续净流出,但这与实际情况不完全相符,综合多方面因素来看,我们认为沪深300相对较弱的原因是经济基本面转弱、资金流出(不仅外资)、情绪催化等原因综合而成。

其一,沪深300比国证2000更反应经济基本面的情况。2023年,沪深300月均值的环比涨跌幅与综合PMI环比的相关系数明显提高,也高于国证2000与PMI的相关系数,因此,当经济现状走弱的时候,沪深300受到的影响可能更大。

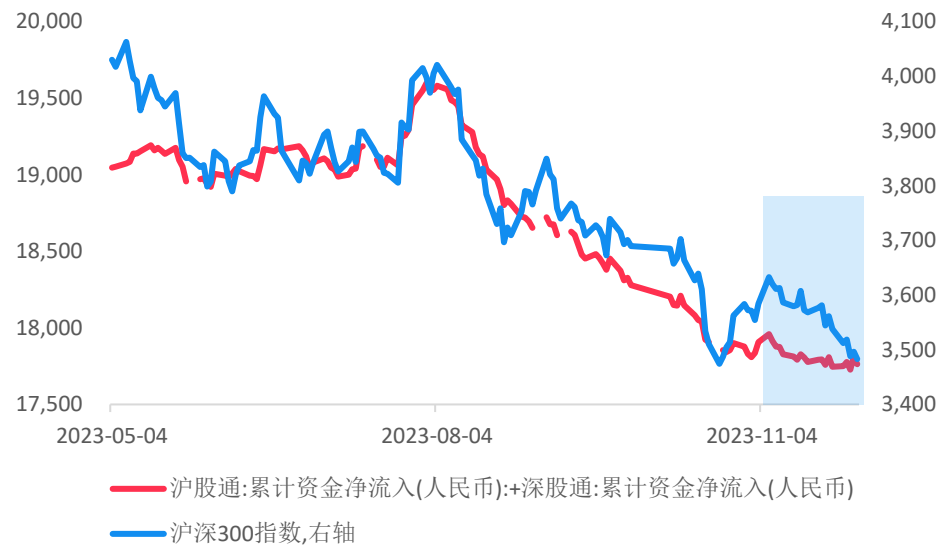
图 9: 沪深 300、国证 2000 与 PMI 相关性



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

其二, 资金流出, 需要强调的是, 流出的可能不仅是外资, 内资的影响不容忽视。11 月以来, 北向资金净流出速度显著放缓, 而沪深 300 指数下行速度加快, 因此外资的边际变化不能完全解释沪深 300 的走势。

图 10: 沪深 300 与北向资金 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

将沪深 300 与恒生指数作一比较, 二者从 2021 年以来走势非常接近, 观察 2023 年 3 月以来的情况, 沪深 300 相对于恒生指数的涨跌幅 20 日均值在-0.8%至 3.6%的较窄区间, 但 10 月中下旬和 11 月中下旬两个阶段, 沪深 300 指数相对于恒生指数明显走弱, 造成这种差异的原因难以归咎于外资的变化, 有两点理由: 一是北向资金流出在 10 月底之后明显放缓, 二是外资对 A 股影响不应大于对港股的影响。如果经济基本面因素相同, 那么不得不考虑内资的影响。

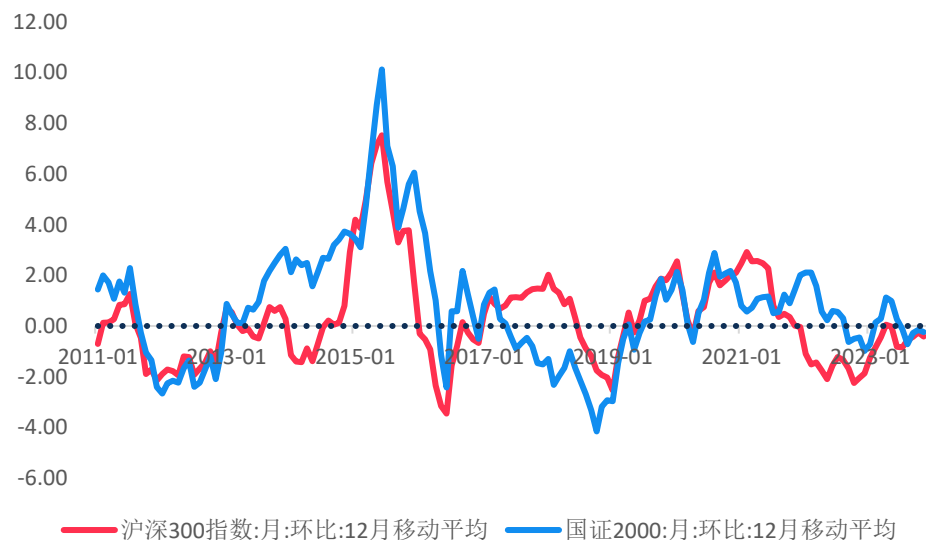
图 11: 沪深 300 与恒指涨跌幅 (2023-3-1=1)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

其三, 情绪的催化作用。沪深 300 指数月均值走弱持续的时间较长, 月均值环比的 12 月移动平均自 2022 年以来几乎都在 0 下, 而且本次沪深 300 走弱不仅时间较长, 低点打破 2022 年 10 月甚至 2022 年 4 月的低点点位。

图 12: 沪深 300 与国证 2000 环比涨跌幅 (%)

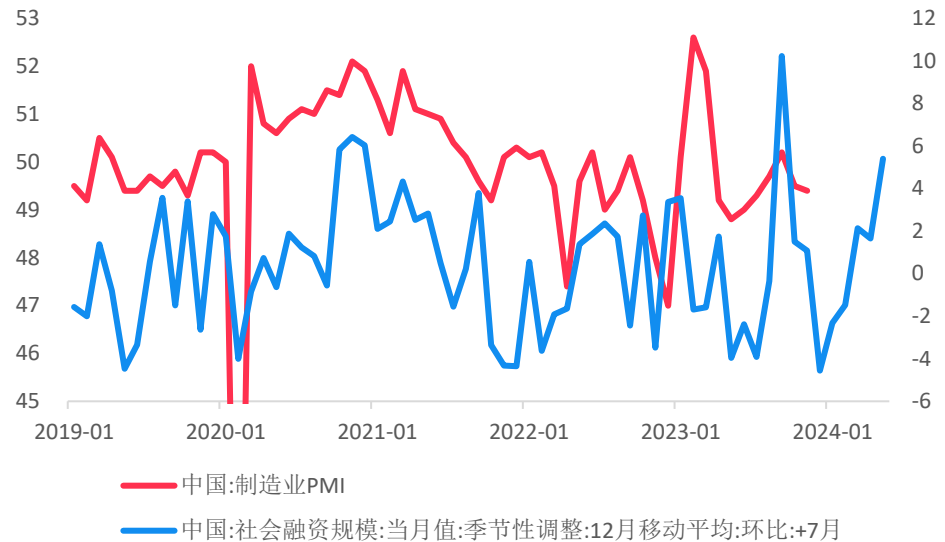


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

展望四个主要线索，经济内生动能稳中趋缓的确定性较大；稳增长政策逆周期调节的可能性较高；短端流动性转宽松值得期待，但时点不确定性较强；美债收益率变化的不确定性相对较高，当前的基准情形是美债收益率持续大幅上行的概率在变小，但鉴于此前美债走势的大起大落，仍需在密切跟踪的情况下做好应对。

图 13：经济稳中转弱 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

短期来看，经济基本面让风险资产承压，但政策不定时托底又带来利好的扰动，震荡仍是主旋律。由于A股与美股的背离已经很大，再叠加上证指数的韧性较强，因此A股大跌的风险不大。在政策没有大转变的背景下，A股大涨概率也不大。因此，围绕当前点位低吸高抛或许是当前更有效的策略。

图 14：政策逆周期调节托底

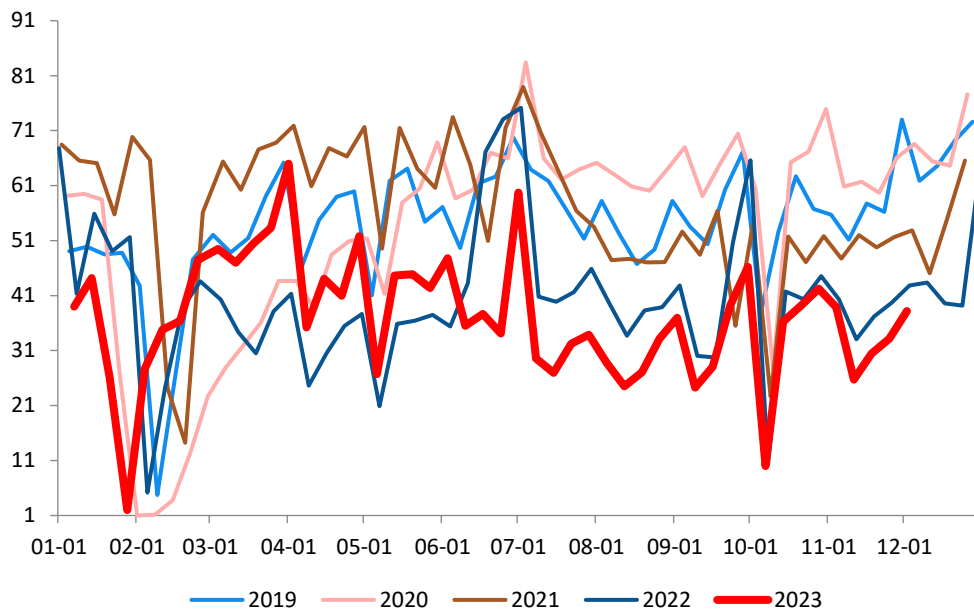


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 高频数据扫描

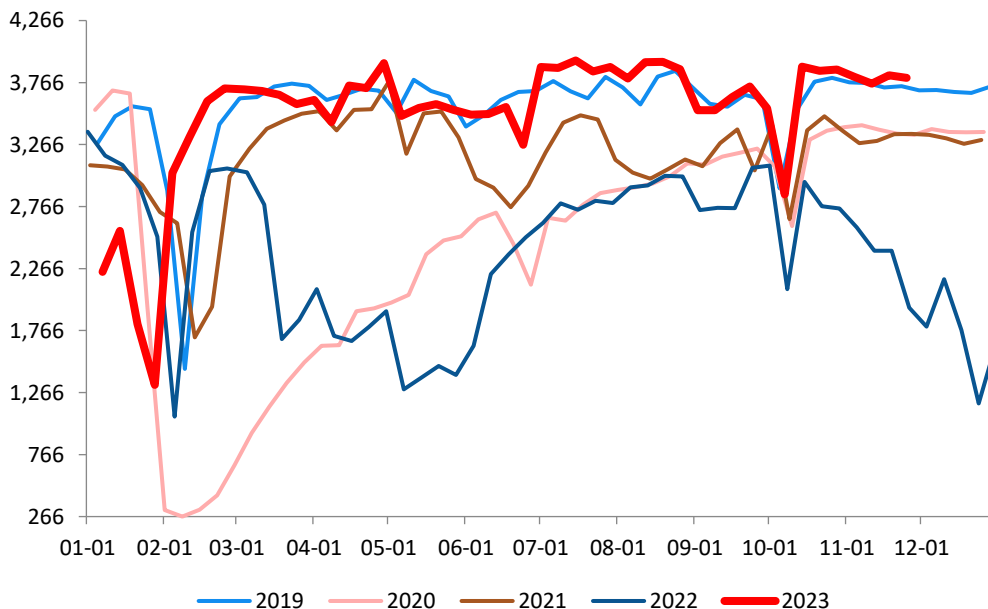
高频数据显示经济低位平稳运行。居民端，商品房销售面积降幅收窄，30大中城市商品房成交面积近三周同比分别为-18.09%、-16.31%和-10.76%。出行数据维持平稳，一线城市地铁客运量与2019年大致持平；国内航班季节性小幅下滑，国际航班变化边际上行。生产端，石油沥青装置开工率、高炉开工率、水泥发运率低位平稳。流动性，仍然偏紧，银行间质押式回购加权利率和同业存单到期收益率今年8月中旬之后中枢明显抬升，近期仍在高位运行，短端流动性紧张已开始对长端利率施加压力。

图 15: 中国:30 大中城市:商品房成交面积:周 (万平方米)



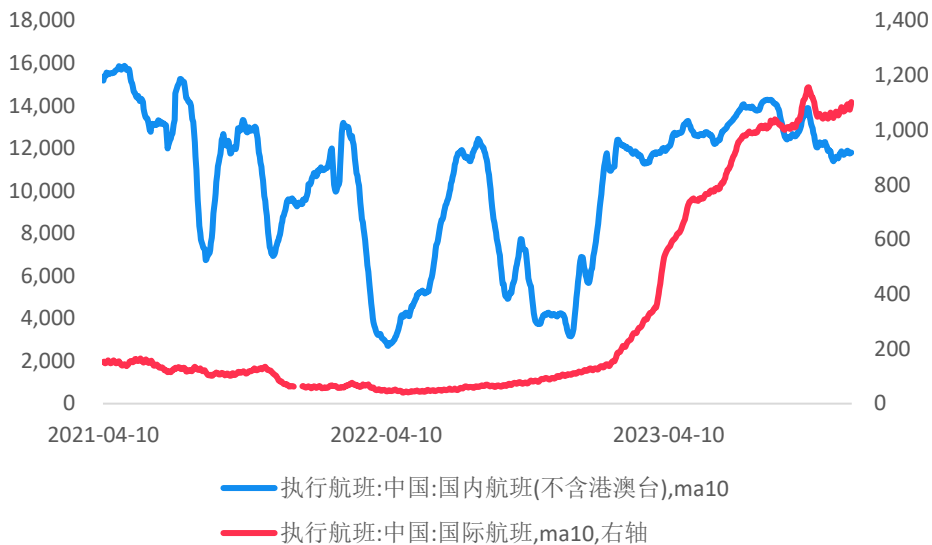
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 16: 一线城市平均客运量 (万人次)



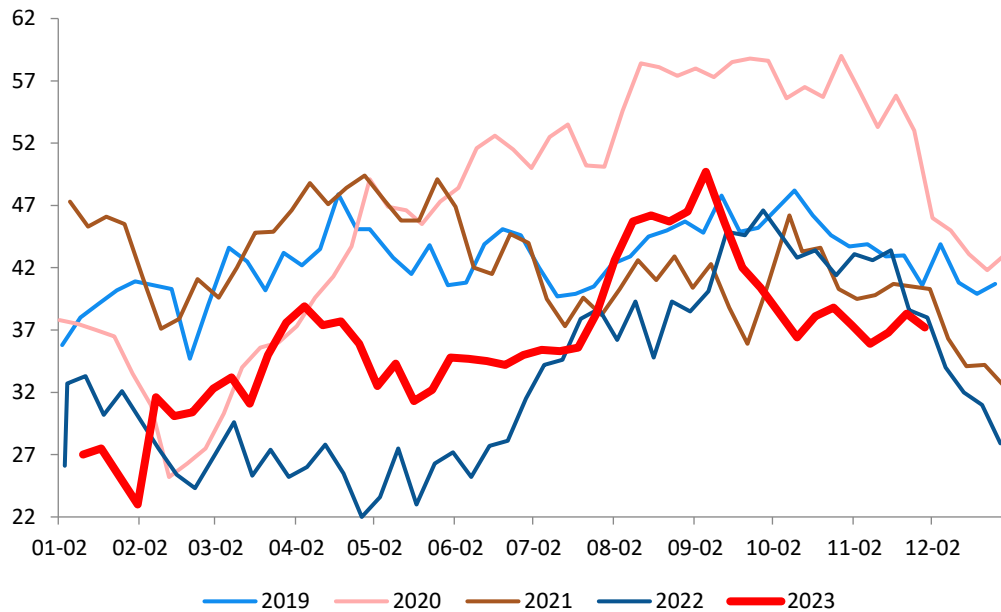
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 17: 执行航班 (架次)



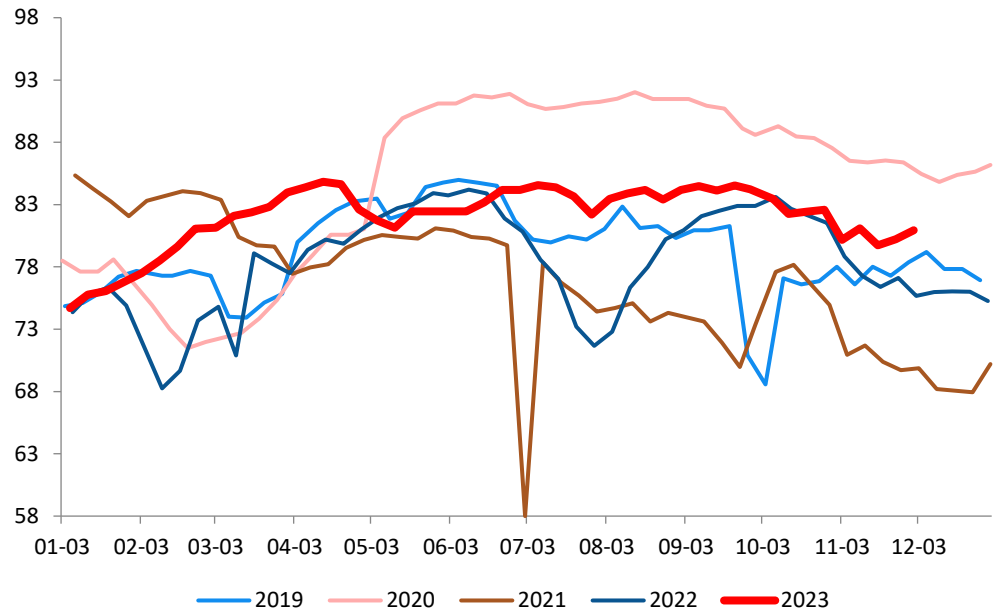
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 18: 中国:开工率:石油沥青装置



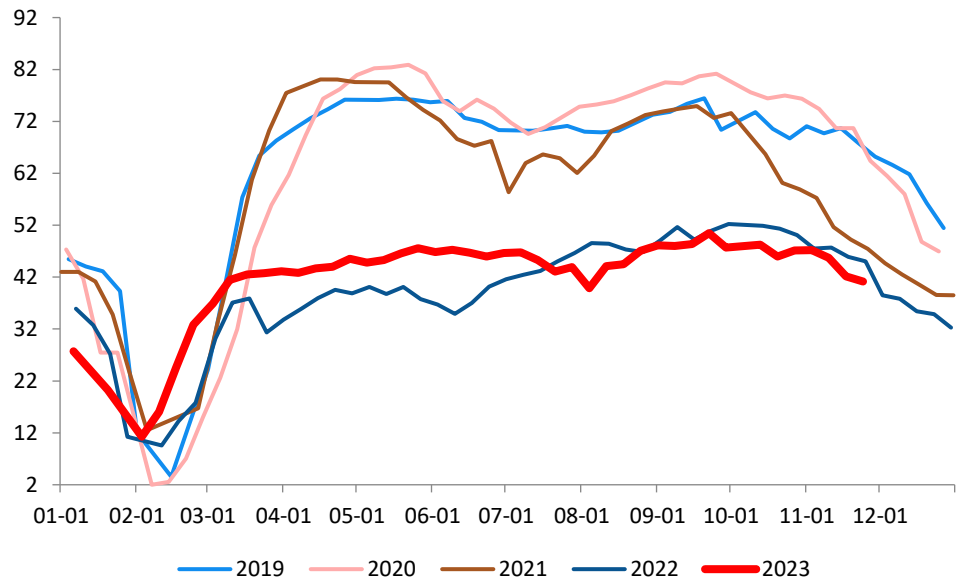
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 19: 中国:高炉开工率(247 家):全国 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 20: 中国:发运率:水泥:当周值 (%)



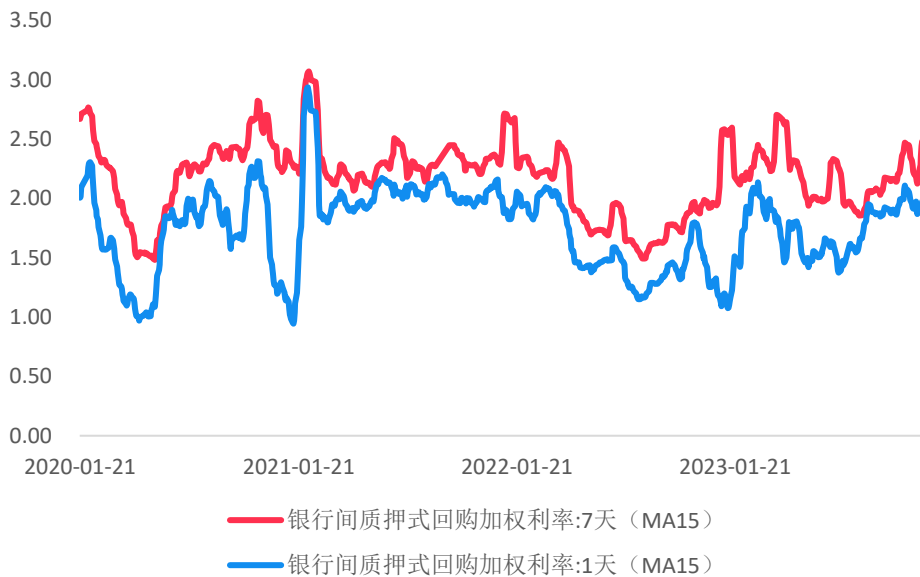
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 21：南华商品指数（%）



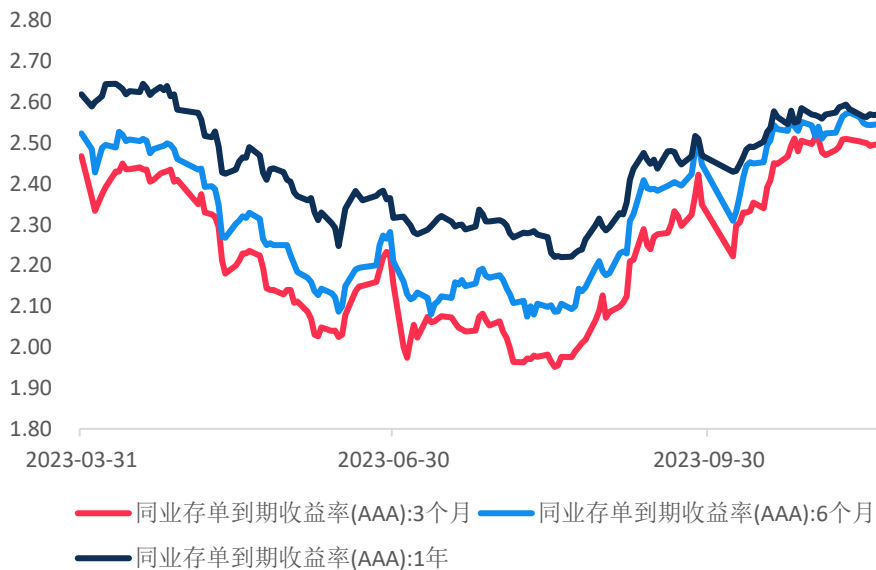
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 22：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 23: 同业存单到期收益率 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

5 风险提示

地产下行超预期, 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