

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

- 11 月金融数据点评：信贷需求整体偏弱
- 12 月 FOMC 会议点评：放鸽的三重信号
- 11 月物价数据点评：通胀数据持续低迷

- **国内政策基调已定。**周内 A 股收跌 1.84%，南华工业品上涨 2.55%，10 年国债收益率下行 3.5 个 bp。股弱债强是多重因素综合影响的结果：
(1) 经济低位运行；(2) 政策面由中央经济工作会议定调，局部政策信号扰动市场；(3) 资金面利好，上周多家国有大行下调存款挂牌利率；
(4) 市场情绪有待提振，北向资金延续净流出的趋势。从股债走势来看，债市 12 月 8 日中央政治局会议之后开始走强，下调存款利率助推债市进一步走强，A 股 12 月 12 日中央经济工作会议之后走弱，时间的相对滞后可能与政策对于股市的关注度更高有关。
- **海外经济符合预期。**市场关于海外经济特别是美国经济重新取得共识，一方面关于通胀走势，美联储 12 月议息会议对 2023 年核心 PCE 的同比预测为 3.2%，12 月 23 日美国公布的 11 月核心 PCE 同比为 3.16%，两者非常接近；另一方面关于经济增速，市场已经消化美国 3 季度经济超预期的信息，重新定价近期以及明年美国经济放缓，同时货币政策适时放松。可以看到，10 月底以来，美债持续回落，美股持续走高。
- **高频数据扫描。**高频数据显示经济低位平稳运行。居民端，12 月最新房地产政策对地产数据略有提振但幅度较小，出行数据维持平稳，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，与年底的季节性走势相近。流动性略有分化，银行间质押式回购加权利率显示资金面边际宽松，但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。
- **后市展望。**数据方面没有太大的变化，房地产销售依然平淡。上周的关注点主要是政策，一是银行存款利率明显下调，给股债商均带来利好。后续看，由于实际利率仍高，名义利率仍有下调的空间。二是关于游戏新规的征求意见稿超出市场预期，部分板块出现明显调整，市场风险偏好受到扰动。中央政治局会议低于市场预期之后，市场出现明显的股弱债强走势，短期来看，这一交易已经持续两周，或已进入尾声，股市等待下一个催化剂带来新的买入机会，债市如继续大幅上涨，可暂时止盈，等调整后再介入。
- **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 国内政策基调不变

周内，A股收跌1.84%，商品上涨2.55%，10年国债收益率下行3.5个bp。股弱债强是多重因素综合影响的结果：

- (1) 经济低位运行，高频数据部分展示；
- (2) 政策面由中央经济工作会议定调，局部政策信号扰动市场；
- (3) 资金面利好，上周多家国有大行下调存款挂牌利率；
- (4) 市场情绪有待提振，A股成交量走低，北向资金延续净流出的趋势。

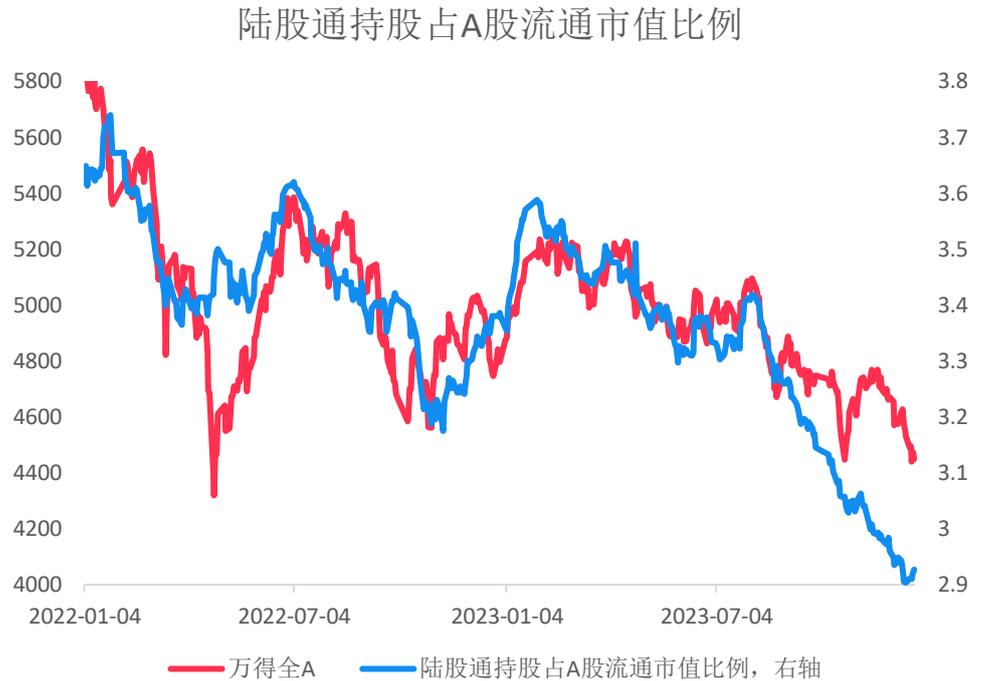
从股债走势来看，债市12月8日中央政治局会议之后开始走强，下调存款利率助推债市进一步走强，A股12月12日中央经济工作会议之后走弱，时间的滞后可能与政策对于股市点位的关注度更高有关。

图1：股债商走势（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 2：北向资金趋势不改（右轴：%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

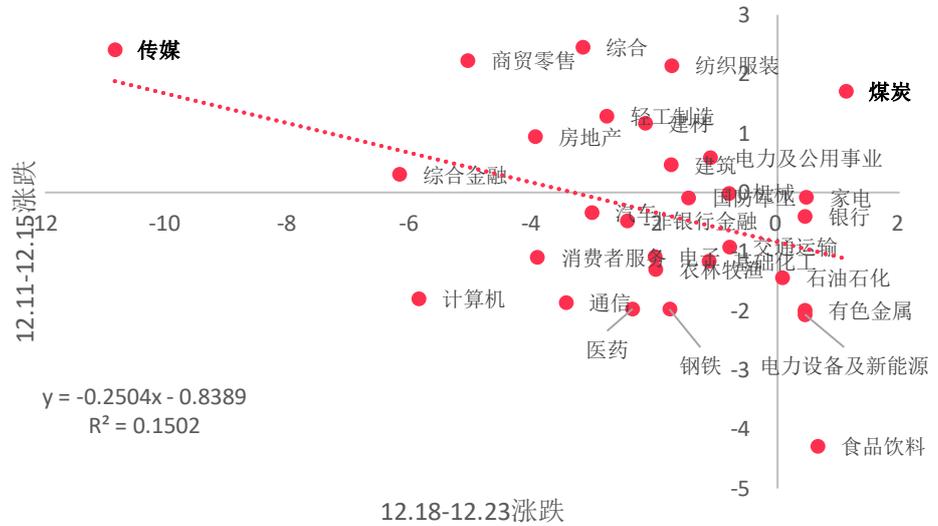
图 3：万得全 A 成交量走低



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

政策总体基调影响对全市场施加影响，局部政策信号则对具体行业造成较大扰动。从中信一级行业涨跌幅来看，周内下跌幅度最大的是传媒行业，其受到《网络游戏管理办法》（征求意见稿）的冲击 12 月 22 日单天下跌 8.15%。

图 4：中信一级行业涨跌幅（%）

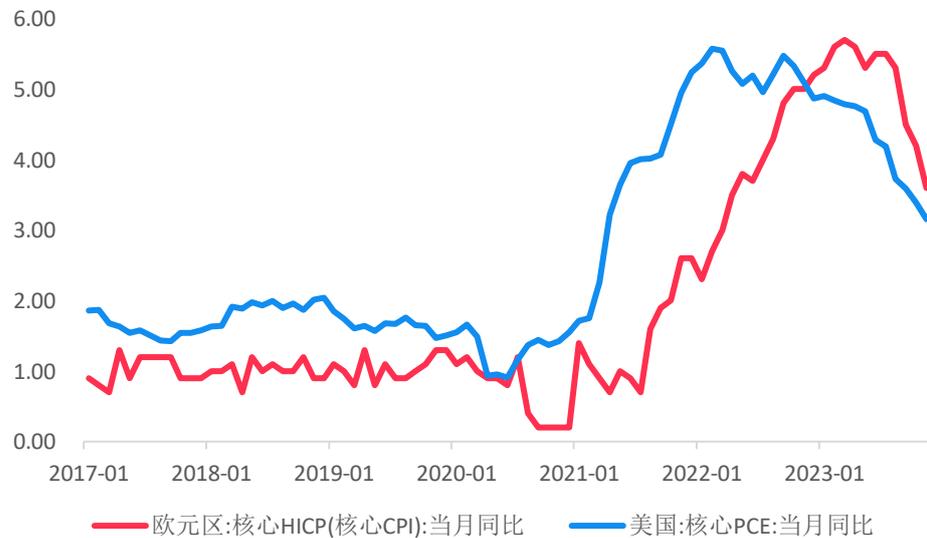


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 海外经济符合预期

市场关于海外经济特别是美国经济重新取得共识，一方面关于通胀，美联储 12 月议息会议对 2023 年核心 PCE 的同比预测为 3.2%，12 月 23 日美国公布的 11 月核心 PCE 同比为 3.16%，两者非常接近；另一方面关于经济增速，市场已经消化美国 3 季度经济超预期，重新定价近期以及明年美国经济可能放缓，同时货币政策适时放松。可以看到，10 月底以来，美债持续回落，美股持续走高。

图 5：美欧通胀（%）



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 6: 美股与美债 (右轴, %)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 7: 各国股指

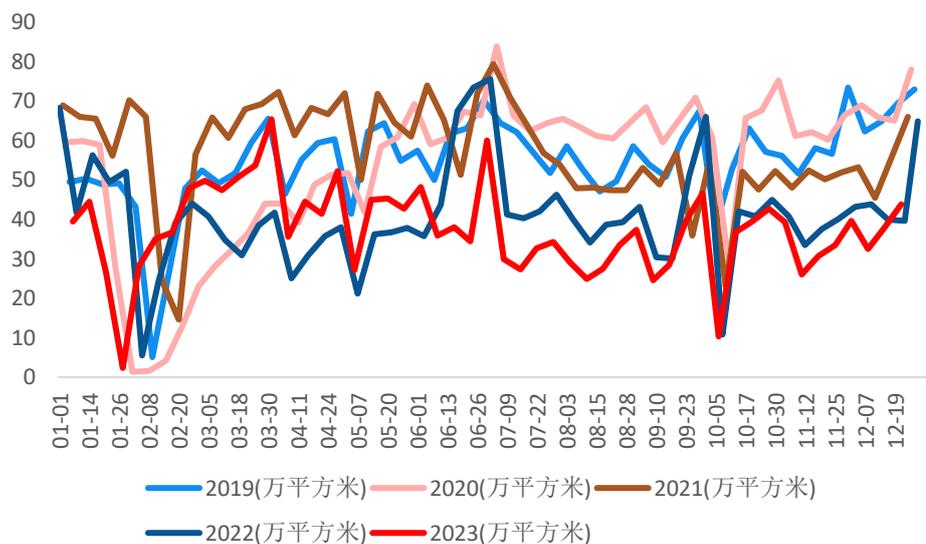


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

3 高频数据扫描

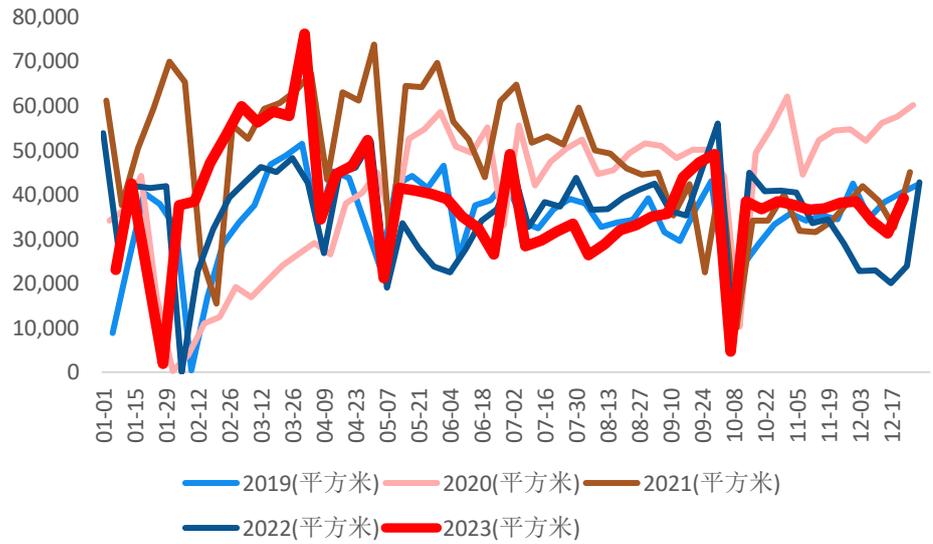
高频数据显示经济低位平稳运行。居民端，12月最新房地产政策对地产数据略有提振但幅度较小，30大中城市商品房成交面积近当周同比增加10.67%。出行数据维持平稳，一线城市地铁客运量与2019年大致持平；国内航班季节性小幅下滑，国际航班变化边际上行。生产端，石油沥青装置开工率、高炉开工率、水泥发运率低位平稳，与年底的季节性走势相近。流动性，略有分化，银行间质押式回购加权利率显示资金面边际宽松，特别是DR001有较为明显的下行趋势，但同业存单到期收益率今年8月中旬之后中枢明显抬升，近期仍在高位运行。

图8：中国:30大中城市:商品房成交面积:周



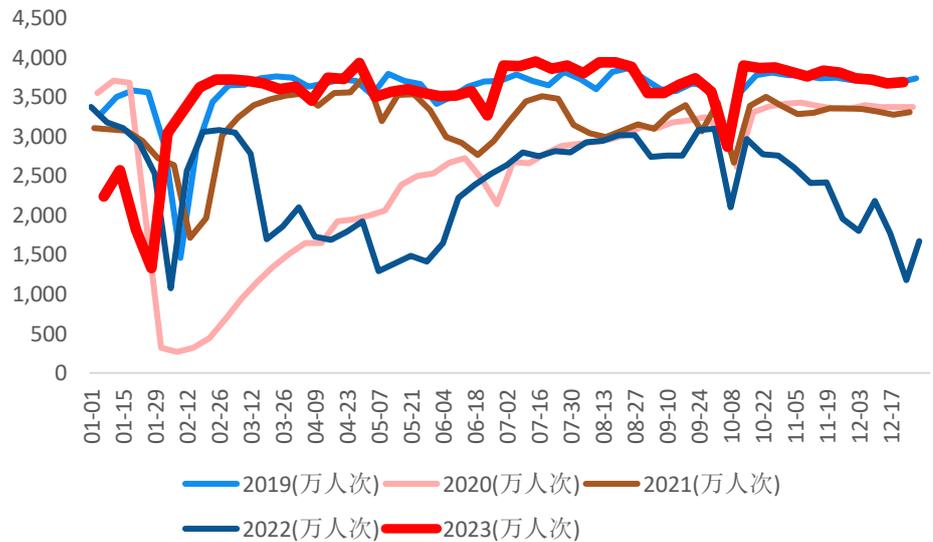
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 9：北京:二手房成交(签约)面积:住宅:周



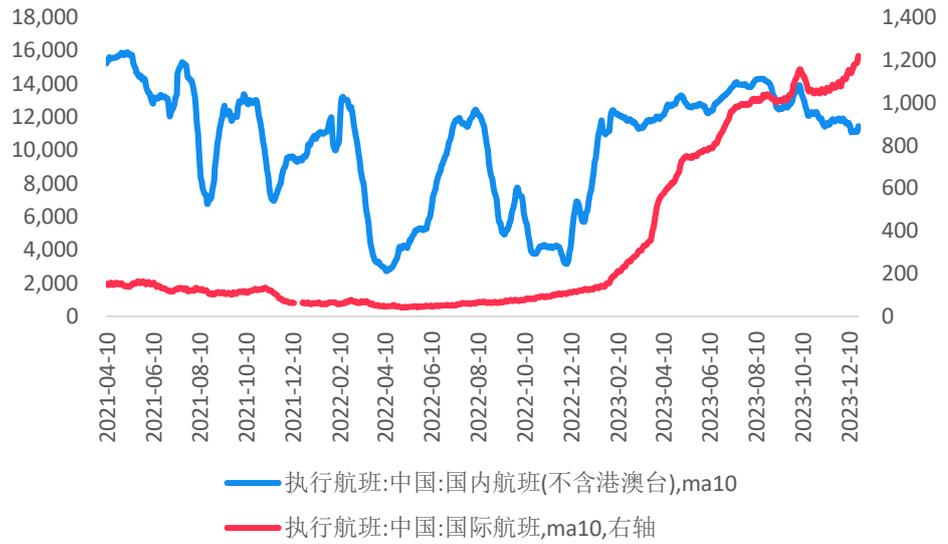
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10：一线城市平均客运量（万人次）



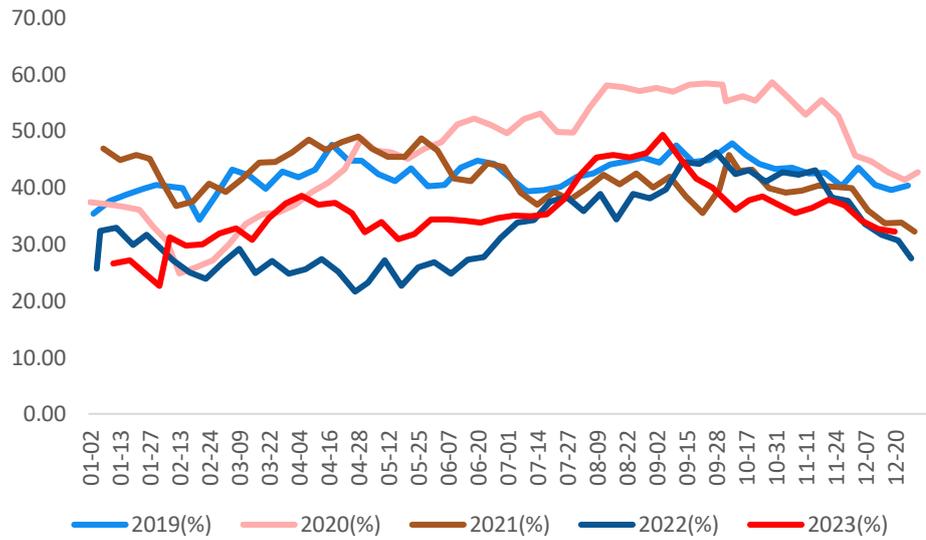
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11: 执行航班 (架次)



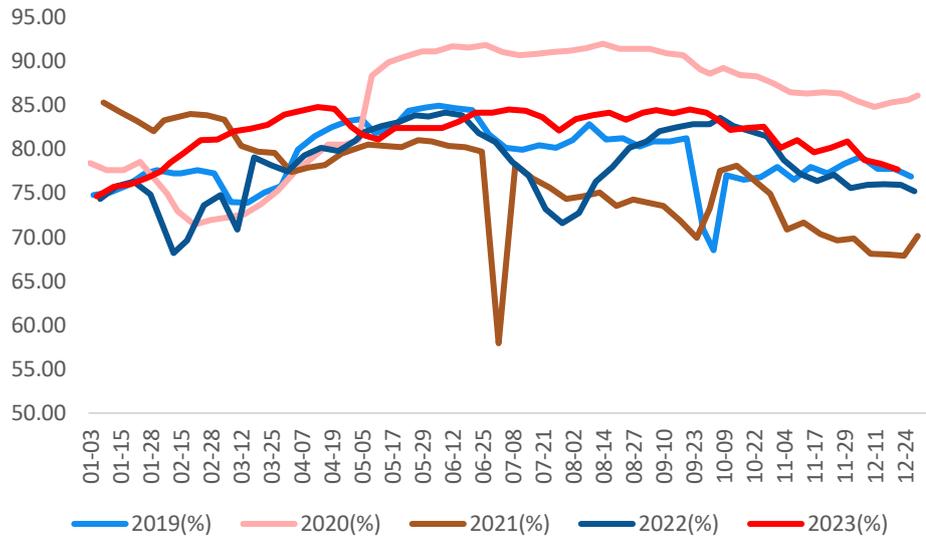
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 中国:开工率:石油沥青装置



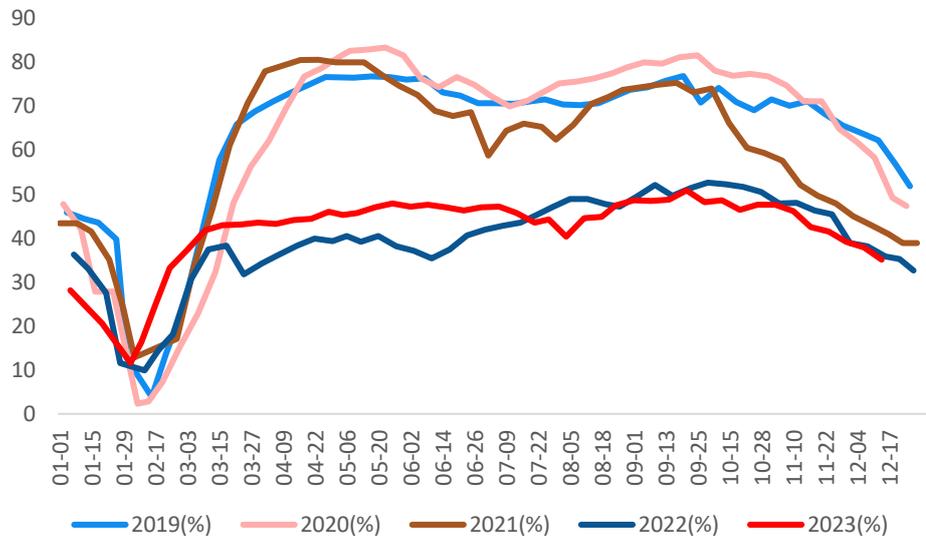
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13：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 14：中国:发运率:水泥:当周值 (%)



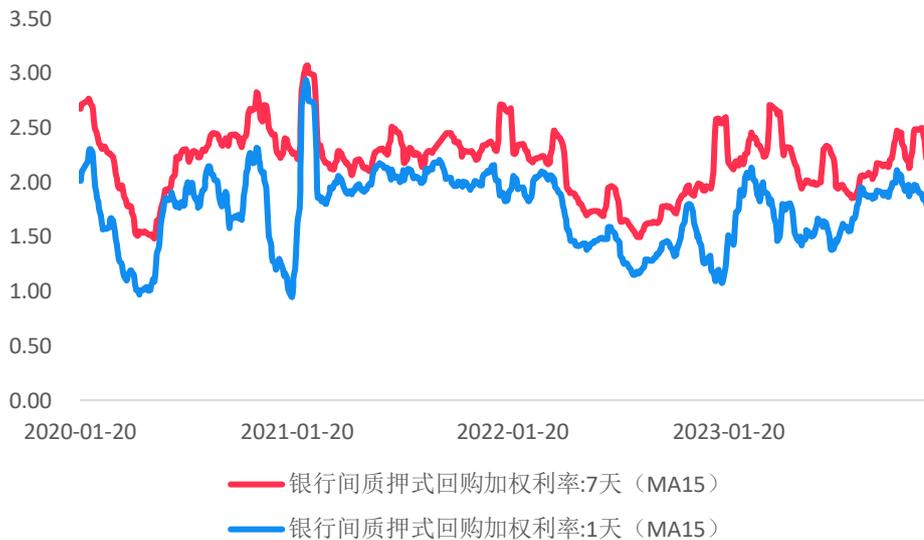
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 南华商品指数 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 16: 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 17: 同业存单到期收益率 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

数据方面没有太大的变化, 房地产销售依然平淡。上周的关注点主要是政策, 一是银行存款利率明显下调, 给股债商均带来利好。后续看, 由于实际利率仍高, 名义利率仍有下调的空间。二是关于游戏新规的征求意见稿超出市场预期, 部分板块出现明显调整, 市场风险偏好受到扰动。

中央政治局会议低于市场预期之后, 市场出现明显的股弱债强走势, 短期来看, 这一交易已经持续两周, 或已进入尾声, 股市等待下一个催化剂带来新的买入机会, 债市如继续大幅上涨, 可暂时止盈, 等调整后再介入。

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