

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

- 宏观经济周报：待机而动
- 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

- 上周股债双牛，沪深 300 指数累计收涨 2.8%，10 年国债到期收益率累计下行 3.2BP。在全球主要股指中，A 股和港股上周的表现相对突出。大盘股表现略好于小盘股。纵观 2023 年，在全球股指排名中，A 股表现基本垫底。只看美债下行以来的表现也类似，A 股呈现出明显的超跌。因此，自 12 月 20 日以来的上涨更多是超跌反弹，从情绪和板块表现来看也符合超跌反弹的特征。
- 2023 年 A 股弱势的主要原因是经济修复不及预期以及美债的大幅上行等。可以看到，以沪深 300 指数为代表的 A 股走势与国内制造业 PMI 走势基本正相关，但 8-10 月出现了一个短暂的背离，其中美债的大幅走高可能是 A 股弱势的原因之一。这段时间内，外资以较快的速度单边流出，但远超之前的正常速度。且与此前不同的是，随着 A 股的阶段性反弹，外资的流出并没有中止。因此 8 月以来，外资的持续流出是 A 股加速下行的一个重要原因。而 12 月下旬以来的这波强劲反弹，外资持股比例回升幅度较大，且美债再次大幅上行的可能性也较小，此前的负面影响因素得到了明显的缓解。后续经济修复动能的强弱或成为影响资本市场的主要矛盾。
- 2024 年元旦假期 3 天，全国国内旅游出游 1.35 亿人次，按可比口径较 2019 年同期增长 9.4%；实现国内旅游收入 797.3 亿元，较 2019 年同期增长 5.6%。全国文化和旅游市场有序恢复，整体好于去年十一黄金周，但不及去年五一的表现。票房收入也平稳回升，总票房收入好于 2019 年，但观影人次不及 2019 年同期。
- 12 月 PMI 数据显示，年底经济动能仍然偏弱，与我们此前的预期一致。12 月制造业 PMI 低于预期，自 9 月以来连续三个月下滑。非制造业 PMI 则有所回升，但综合 PMI 仍然较弱。根据社融对经济的领先性，预计 1 月经济依然不振，之后可能略有回升。
- 由于股指自低点反弹后已经修复近半跌幅，往后看股市上涨空间仍有，但性价比已明显下降，因此建议部分兑现后再观望，等待下次机会。债市方面，阶段性机会兑现之后建议保持观望，等待下次入场的机会。由于 30 年和 10 年国债利差处于历史极低位置，多 10 年空 30 年的策略可以逐步布局。
- 风险提示：经济政策超预期，美债大幅波动

1 股债双牛，部分兑现

上周股债双牛，沪深300指数累计收涨2.8%，10年国债到期收益率累计下行3.2BP。在全球主要股指中，A股和港股上周的表现相对突出，大盘股表现略好于小盘股。

图 1：近期股债商走势（右：%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

纵观 2023 年，在全球股指排名中，A 股表现基本垫底，多数估值均实现了正收益，但 A 股除了中证 2000 指数为代表的小盘股外，均录得负收益，港股也不例外。只看美债下行以来的表现也类似，A 股呈现出明显的超跌。因此，自 12 月 20 日以来的上涨更多是超跌反弹，从情绪和板块表现来看也符合超跌反弹的特征。

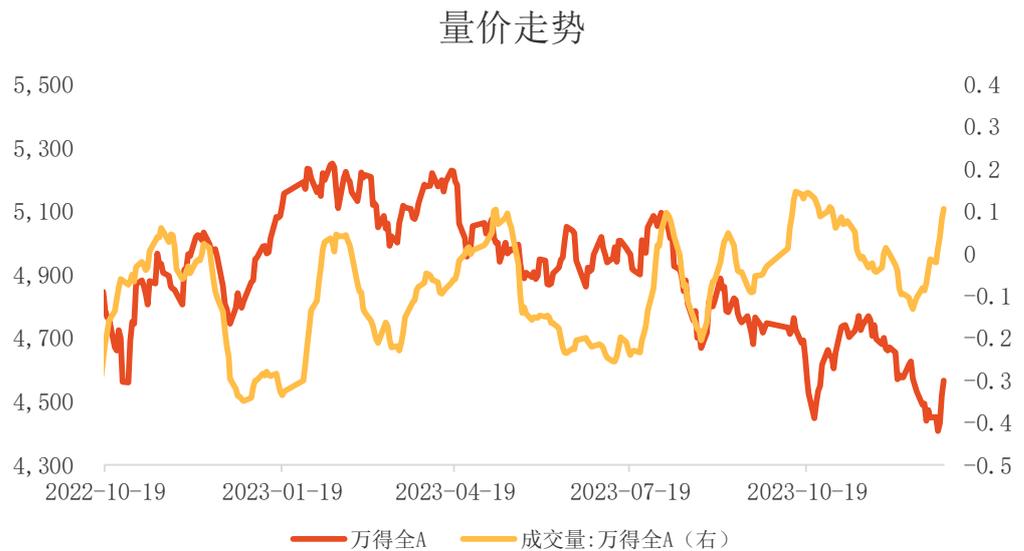
图 2：全球股指区间涨跌幅（%）

全球重要股指	上周涨跌幅 (12.25-12.29)	美债下行以来 涨跌幅 (10.28-12.29)	2023年全 年涨跌幅 (1.1-12.29)
恒生指数	4.33	(2.02)	(13.82)
创业板指	3.59	(2.00)	(19.41)
沪深300	2.81	(3.69)	(11.38)
中证1000	2.67	(0.50)	(6.28)
中证2000	2.66	3.54	5.57
中证500	2.21	(1.14)	(7.42)
韩国综合指数	2.15	15.31	18.73
上证指数	2.06	(1.42)	(3.70)
台湾加权指数	1.90	11.13	26.83
澳洲标普200	1.19	11.19	7.84
巴西IBOVESPA指数	1.08	18.43	22.28
日经225	0.89	7.98	28.24
道琼斯工业指数	0.81	16.26	13.70
英国富时100	0.46	6.06	3.78
标普500	0.32	15.85	24.23
德国DAX	0.27	14.05	20.31
纳斯达克指数	0.12	18.73	43.42
法国CAC40	(0.34)	11.00	16.52

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

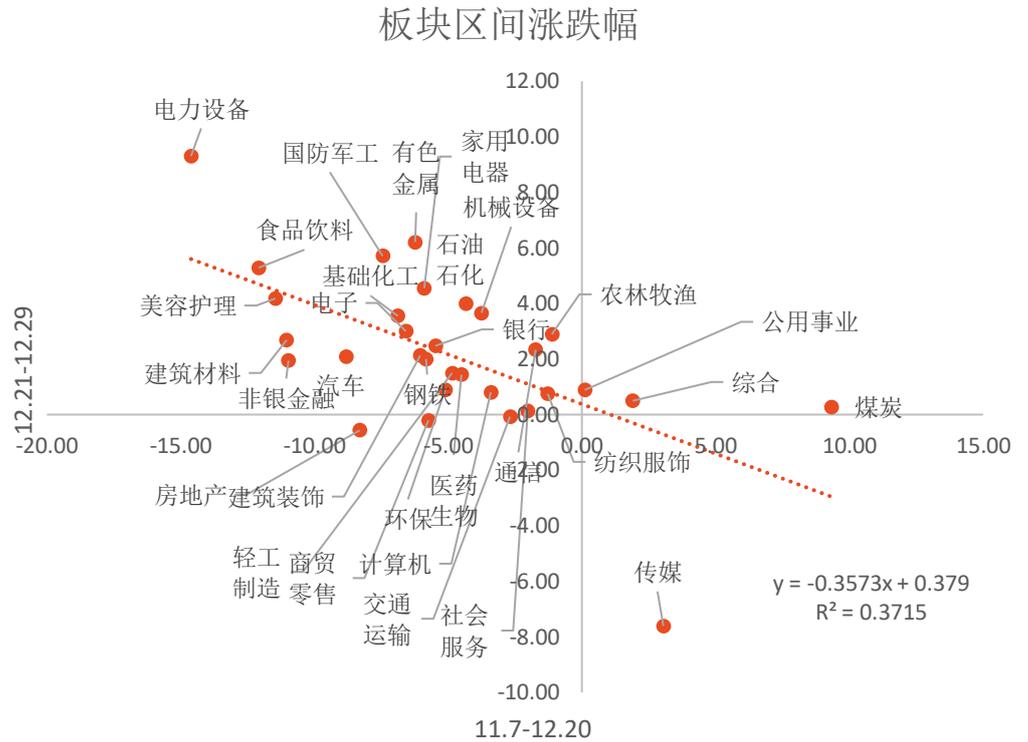
情绪方面，万得全 A 成交量先于股指见底，低迷情绪首先得到缓解。板块方面，申万一级行业指数在 2023.11.07-2023.12.09 下跌区间与 2023.12.20-2023.12.29 上涨区间的涨跌幅表现出显著的负相关关系，前期涨幅较高的行业本轮涨幅较小，前期跌幅较大的行业本轮涨幅也较高。其中电力设备、有色金属涨幅相对更高，传媒跌幅相对较大。

图 3：万得全 A 量价走势



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：板块区间涨跌幅（%）

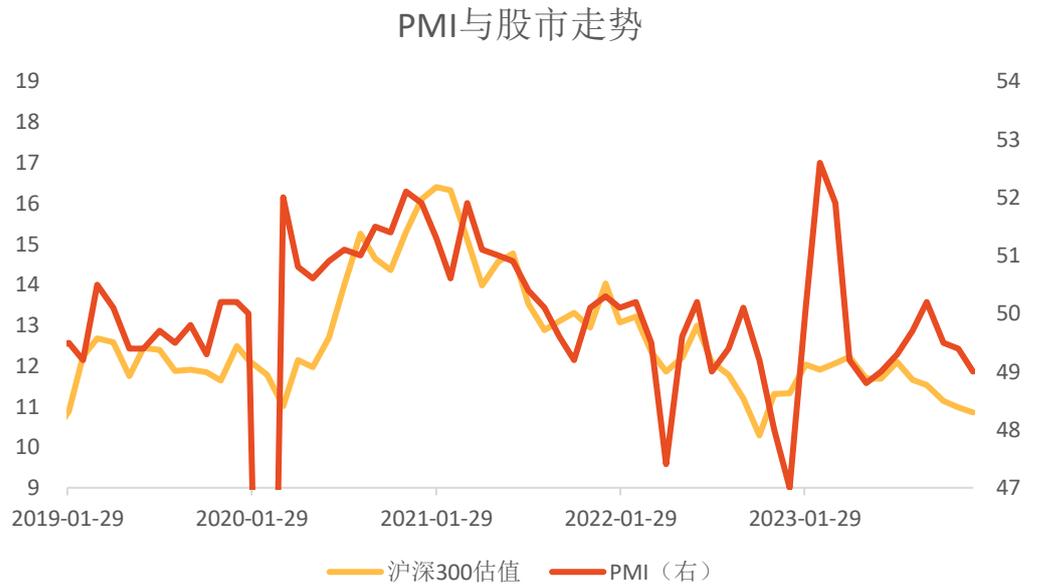


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2023 年 A 股弱势的主要原因是经济修复不及预期以及美债收益率的大幅上行等。可以看到，以沪深 300 指数为代表的 A 股走势与国内制造业 PMI 走势基本正相关，但 8-10 月出现了一个短暂的背离，其中美债收益率的大幅走高可能是 A 股弱势的原因之一。期间，全球多数股指下跌，A 股跌幅居中。这段时间内，随着美债的飙升，外资以较快的速度单边流出，但远超之前的正常速度。且与此前不同的是，随着 A 股的阶段性反弹，外资的流出并没有中止。因此 8 月以来，外资的持续流出是 A 股加速下行的一个重要原因。

而 12 月下旬以来的这波强劲反弹，外资持股比例回升幅度较大，且美债再次大幅上行的可能性也较小，此前的负面影响因素得到了明显的缓解。后续经济修复动能的强弱或成为影响资本市场的主要矛盾。

图 5：PMI 与沪深 300 指数走势正相关（%）



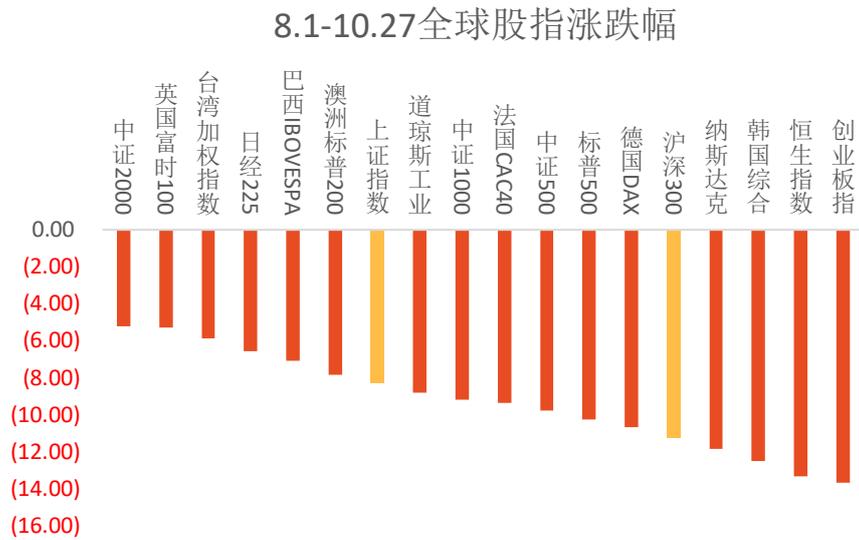
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：外资持股流通市值占比与沪深 300 走势



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 7：美债大幅上行期间全球股指涨跌幅（%）

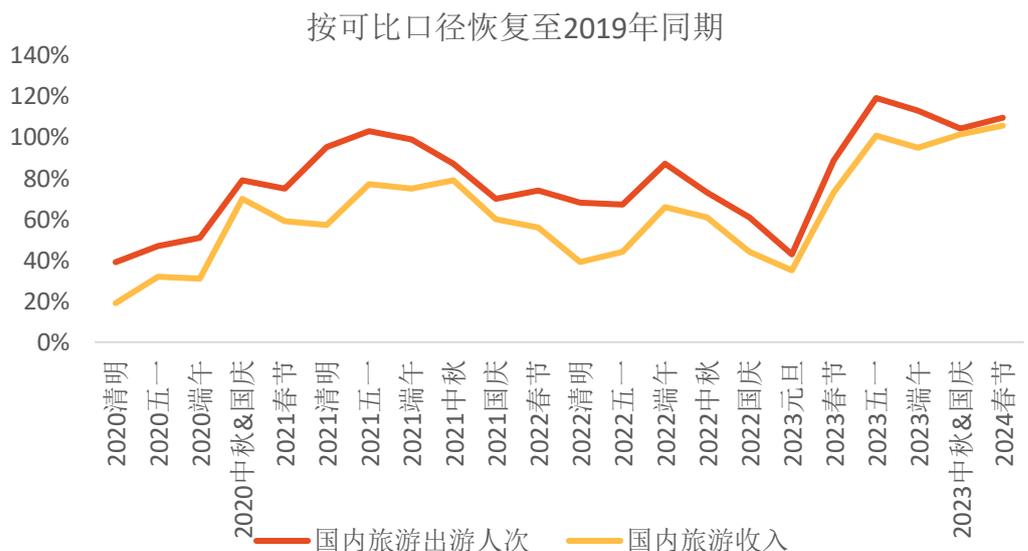


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 假期消费平稳，经济动能仍弱

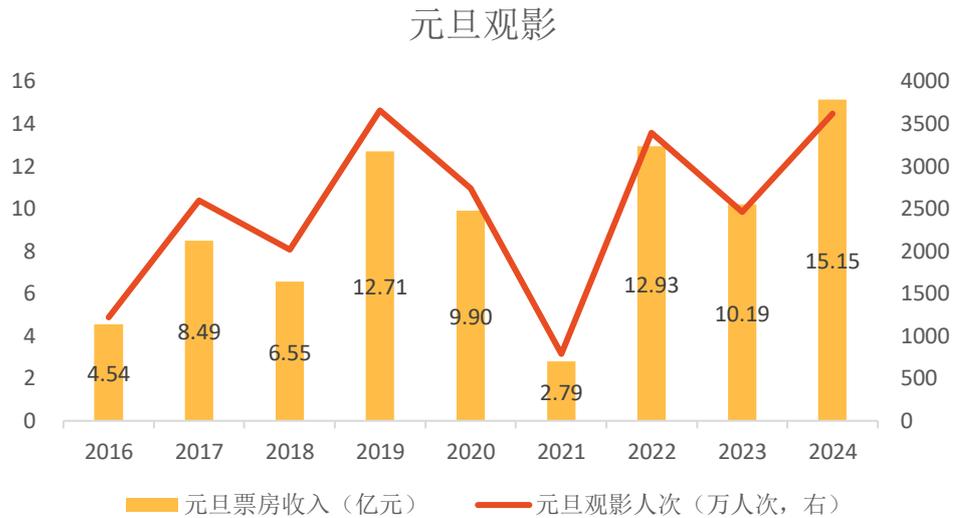
经文化和旅游部数据中心测算，2024年元旦假期3天，全国国内旅游出游1.35亿人次，按可比口径较2019年同期增长9.4%；实现国内旅游收入797.3亿元，较2019年同期增长5.6%。全国文化和旅游市场平稳有序恢复，好于去年十一黄金周，但不及去年五一的表现，恢复速度仍然较慢。票房收入也平稳回升，总票房收入好于2019年，但观影人次不及2019年同期。

图 8：假期文旅消费按可比口径恢复至 2019 年同期水平



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

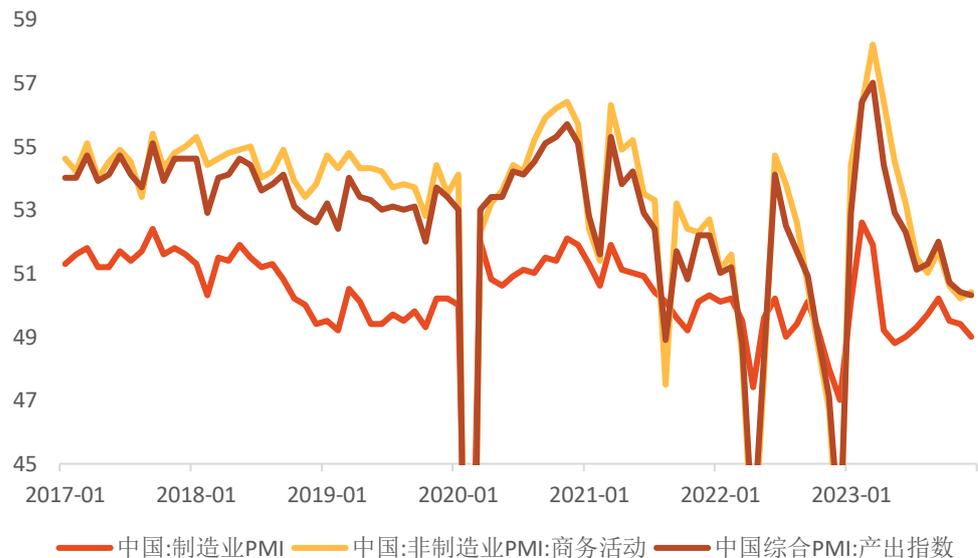
图 9：元旦假期票房收入及观影人次



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

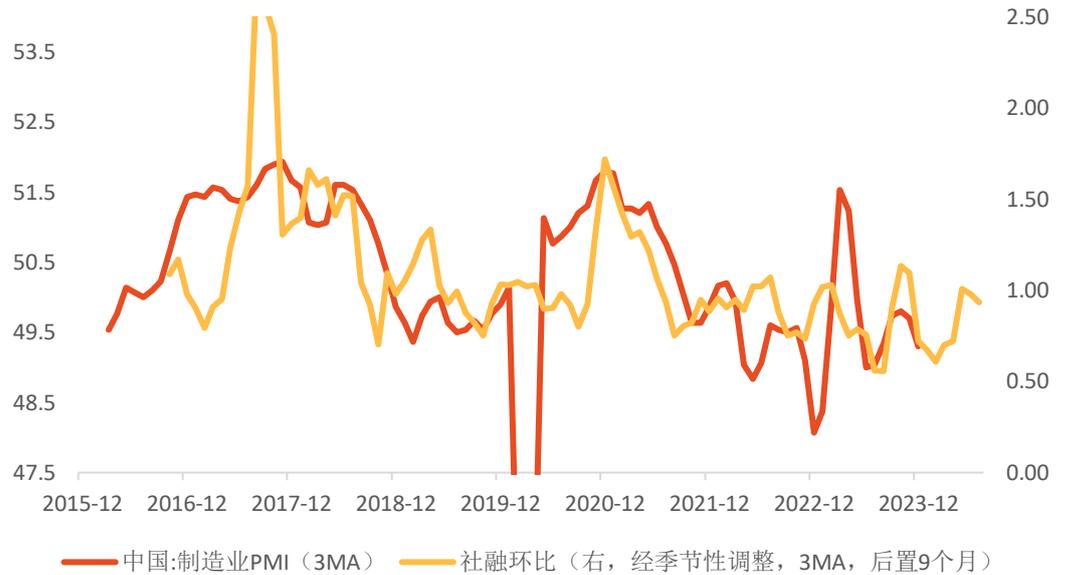
12月PMI数据显示，年底经济动能仍然偏弱，与我们此前的预期一致。12月制造业PMI低于预期，自9月以来连续三个月下滑。非制造业PMI则有所回升，但综合PMI仍然较弱。根据社融对经济的领先性，预计1月经济依然不振，之后可能略有回升。高频数据方面，房地产销售面积年底走强，但仍低于季节性平均；螺纹钢去库仍然缓慢，石油沥青的开工率未现改善。出行数据维持平稳，一线城市地铁客运量出现明显飙升，元旦假日的到来使得市内出行更加活跃；国内航班季节性上升，但不及国际航班恢复的速度。

图 10：12月制造业 PMI 不及预期



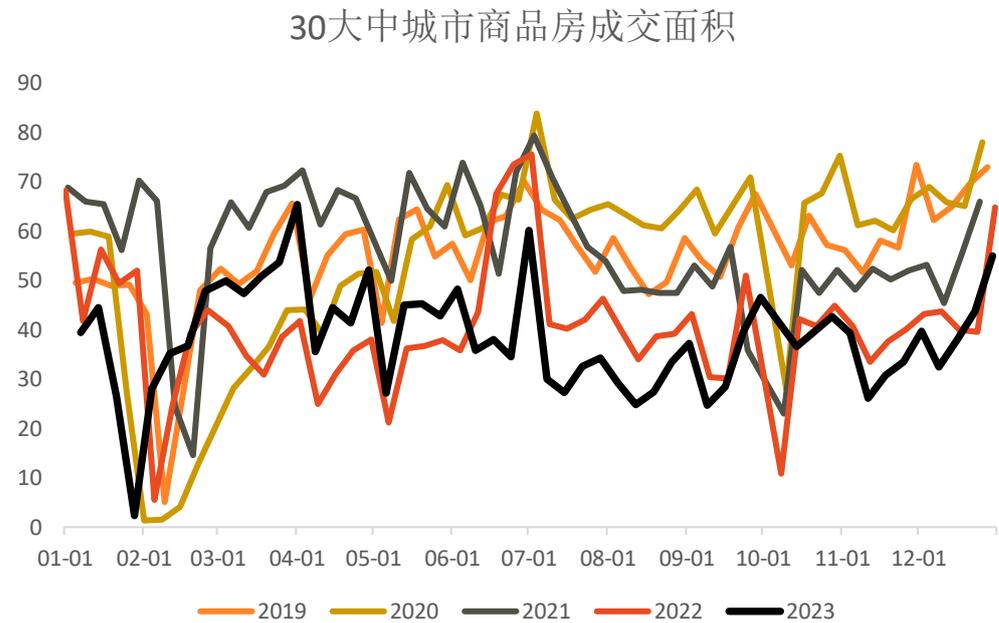
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11：社融环比增速领先制造业 PMI 3 个季度左右（%）



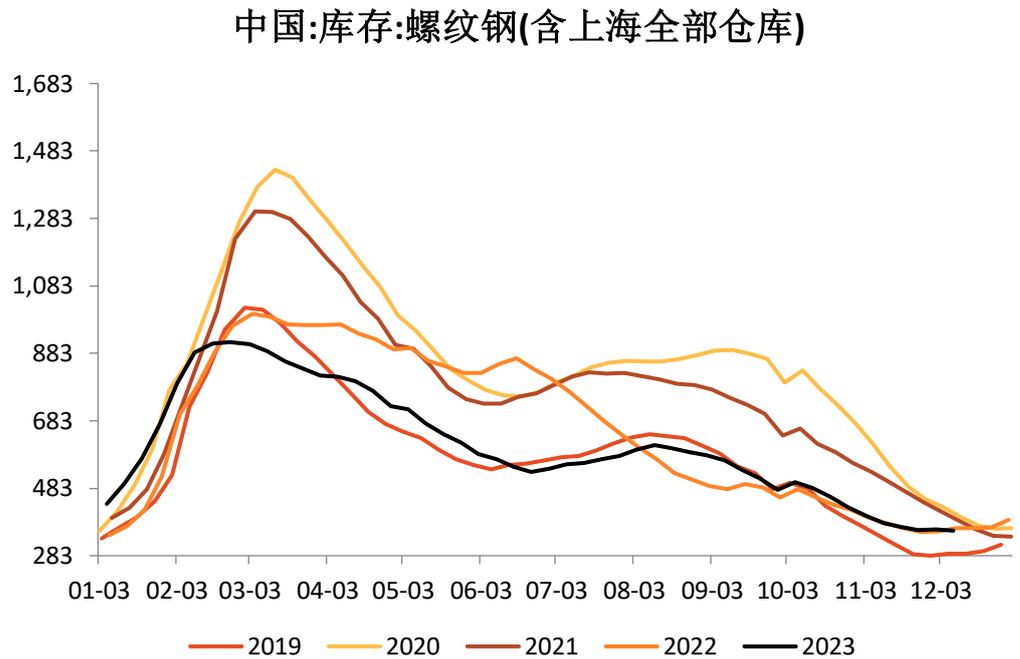
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 12：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



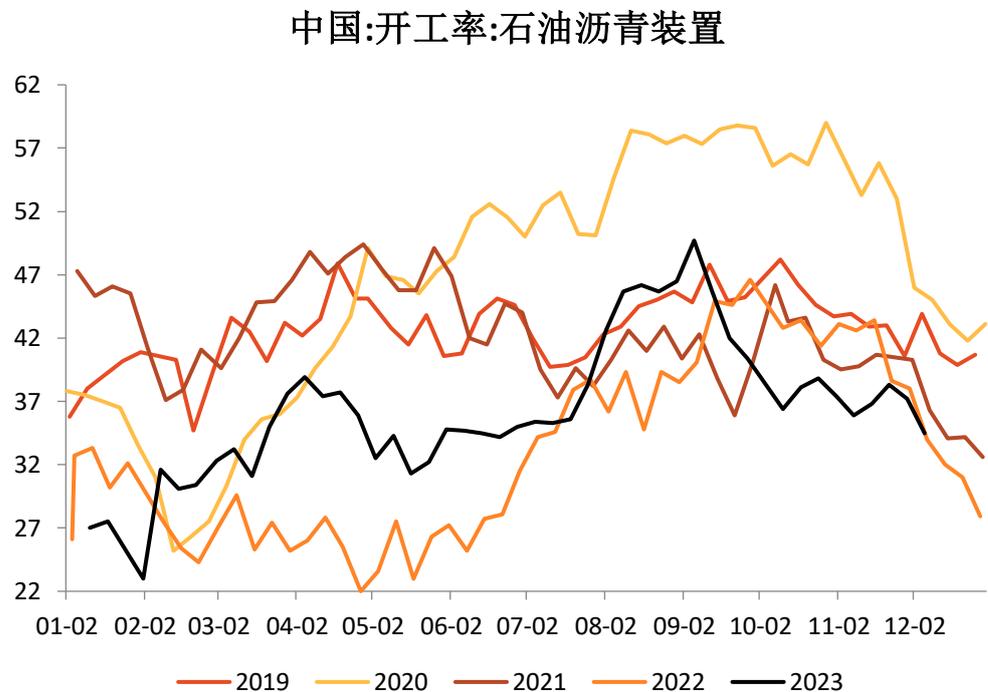
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 螺纹钢去库缓慢 (万吨)



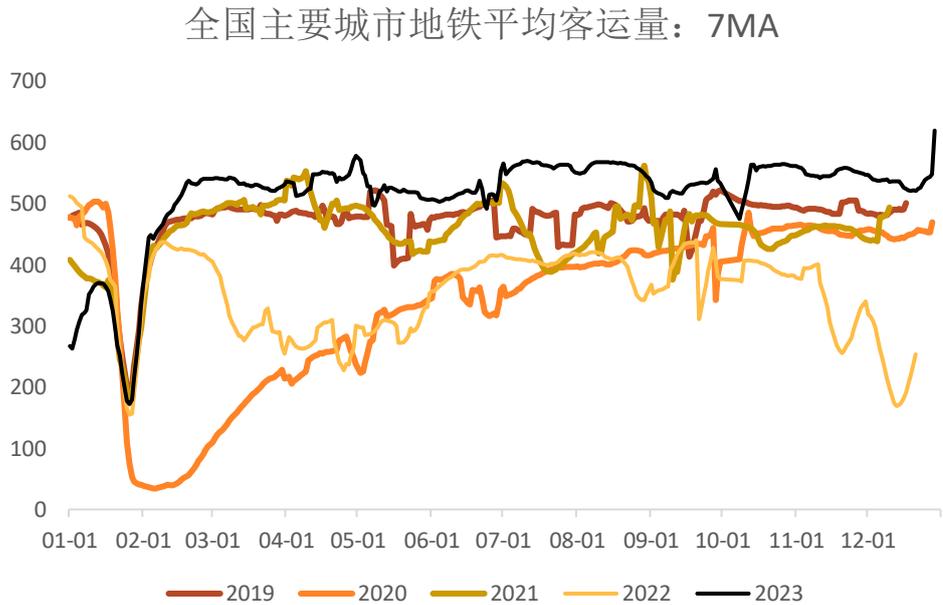
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 中国:开工率:石油沥青装置 (%)



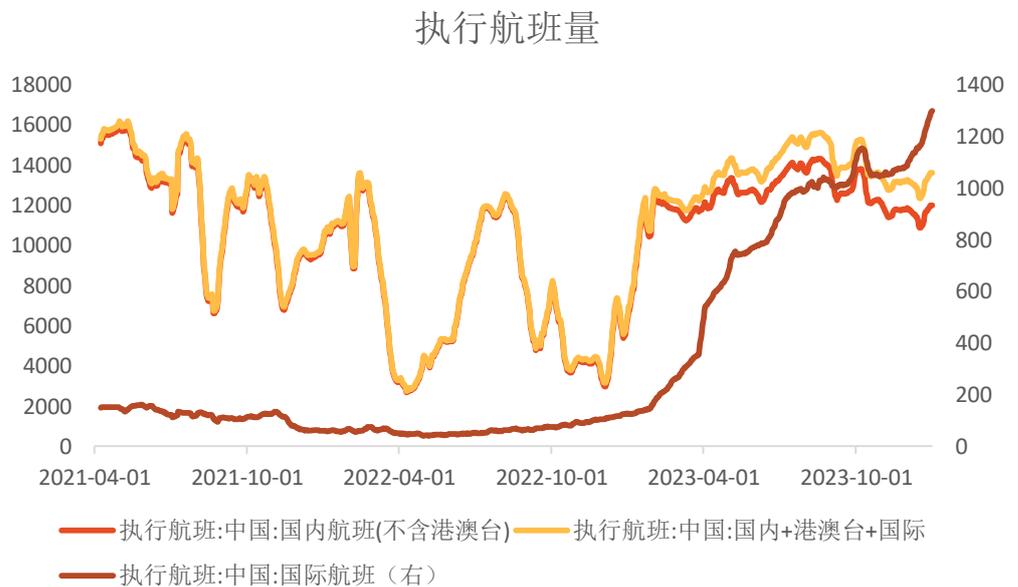
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 全国主要城市地铁平均客运量: 7MA (万人次)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 16: 执行航班量 (班次)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

由于股指自低点反弹后已经修复近半跌幅, 往后看股市上涨空间仍有, 但性价比已明显下降, 因此建议部分兑现后再观望, 等待下次机会。债市方面, 阶段性机会兑现之后建议保持观望, 等待下次入场的机会。由于 30 年和 10 年国债利差处于历史极低位置, 多 10 年空 30 年的策略可以逐步布局。

图 17：国债收益率 30Y-10Y 期限利差达到历史极低水平（右：%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 风险提示

风险提示：经济政策超预期，美债大幅波动

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