

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

崔紫涵
研究助理
cuizihan@sczq.com.cn
电话：86-10-81152670

相关研究

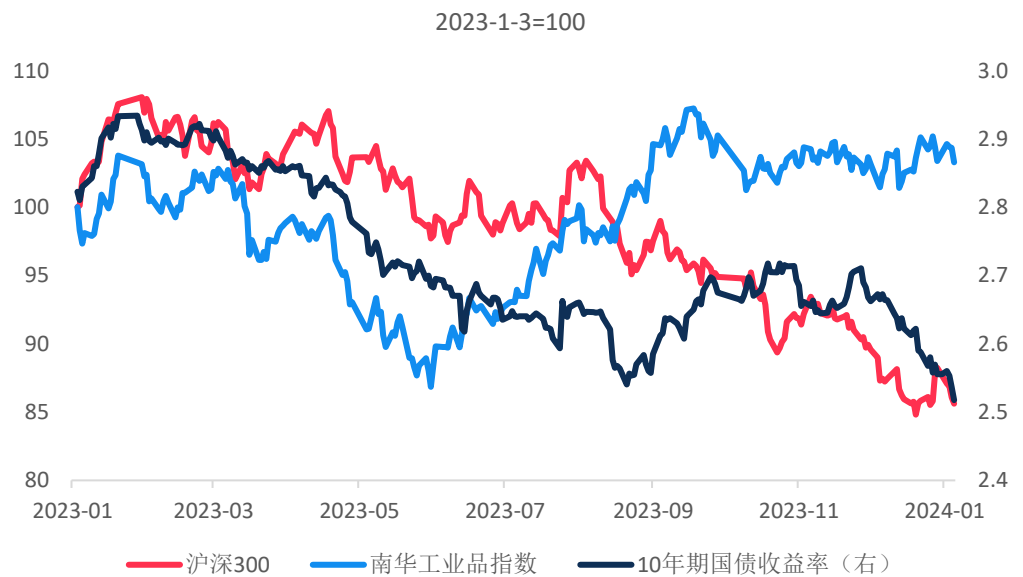
- 12月PMI数据点评：PMI延续回落
- 宏观周报：部分兑现，继续等待机会
- 宏观经济周报：待机而动

- 开年第一周，央行重启 PSL 释放利好信号，股市仍大幅下跌，万得全 A 四连阴，顺周期板块象征性上涨，万得全 A、沪深 300 和创业板指上周分别累计下跌 2.97%、2.97%和 6.12%。A 股市场核心指数中，仅红利指数收正，整体避险情绪较强。12 月 PMI 显示经济仍相对低迷，同时市场可能对降息降准预期仍有期待，债市延续强势，10 年期国债活跃券收益率下行约 3.5BP。经济高频数据波动不大，南华工业品指数微跌 0.1%。
- 首先，上周美债收益率大幅上行拖累全球股市表现。美国 12 月非农数据整体超预期回升，年内降息预期减弱，美债收益率从低点已反弹约 25BP 至超 4.0%，短期内下行势头有所放缓。本轮加息周期与 20 世纪 70-80 年代更为类似，由于美国经济和通胀韧性较强，即使停止加息后，美债收益率依然有再度冲高的风险。
- 另外，上周股市大幅回调主因是由于前一周的反弹势头较猛，板块表现上也基本呈现均值回归特点。前一周相对强势的电子、新能源、计算机等板块调整明显，而政策利好下，电力、钢铁和家电等顺周期板块相对抗跌。
- 11 月底以来，由于政策托底力度弱于市场预期，万得全 A 持续缩量下跌至前期低点。经过上周回调后，万得全 A 再次回到前期的底部区间，成交量小幅回升，市场分歧扩大，同时沪深 300 估值相对 PMI 已有明显超跌，短期看后续股市可能将持续在底部震荡。
- 近期债市在经济走弱和流动性宽松预期下连续走强，最新的 2023 年 12 月制造业 PMI 与 2023 年 6 月水平相当，当时 10 年期国债收益率中枢基本在 2.65%左右，目前点位大约在 2.51%，二者之差已超 10BP。
- 上周是数据空窗期，经济高频数据整体波动不大，居民出行方面，元旦假期结束后地铁客运量冲高回落，航班执飞量相对平稳。京沪楼市新政实施后，12 月下旬地产销售热度明显好转，但上周销售面积再次大幅下滑，修复持续性相对有限。工业产需均维持低位平稳，开年以来大多不及往年季节性。沥青开工率 11 月底以来持续单边下行，政策发力仍相对有限，但考虑到 12 月增发 3500 亿元 PSL，以及增发国债陆续下发，后续实物工作量可能有一定支撑。
- 往后看，经济再度走弱的趋势正在显现，而政策有滞后性，短期经济可能难以改善，股弱债强仍是当前趋势。因此，短期围绕当前点位低吸高抛或许是当前更有效的策略。由于社融的领先性，未来一两个月经济仍有下行风险，预计一季度经济数据不佳后政策动向可能有一定变化，2024 年 4 月政治局会议是重要观察窗口。
- 风险提示：1) 地产下行超预期；2) 政策不及预期；3) 海外扰动超预期。

1 股弱债强行情延续

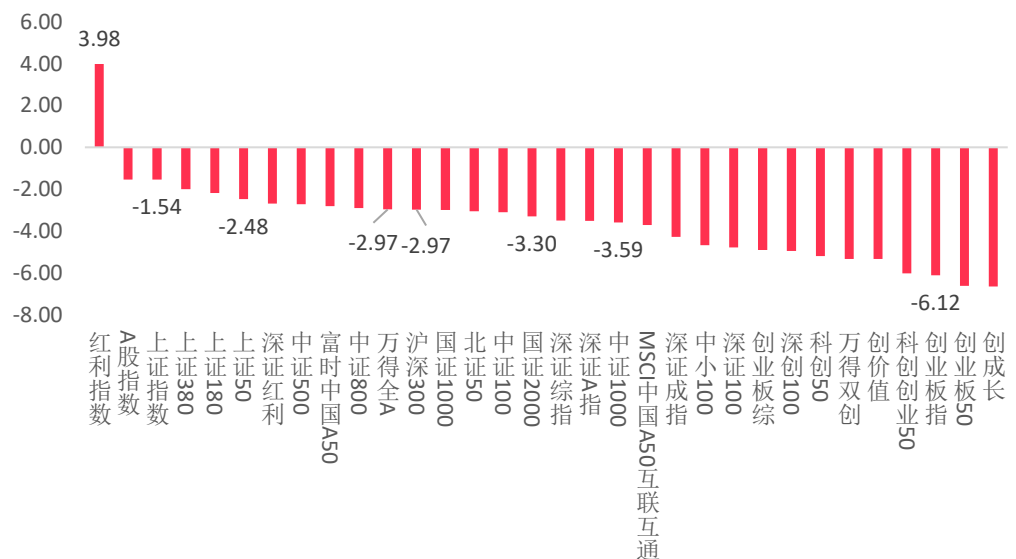
开年第一周，央行重启PSL释放利好信号，股市仍大幅下跌，万得全A四连阴，顺周期板块象征性上涨，万得全A、沪深300和创业板指上周分别累计下跌2.97%、2.97%和6.12%。A股市场核心指数中，仅红利指数收正，整体避险情绪较强。12月PMI显示经济仍相对低迷，同时市场可能对降息降准预期仍有期待，债市延续强势，10年期国债活跃券收益率下行约3.5BP。经济高频数据波动不大，南华工业品指数微跌0.1%。

图1：股债商走势（右轴单位%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

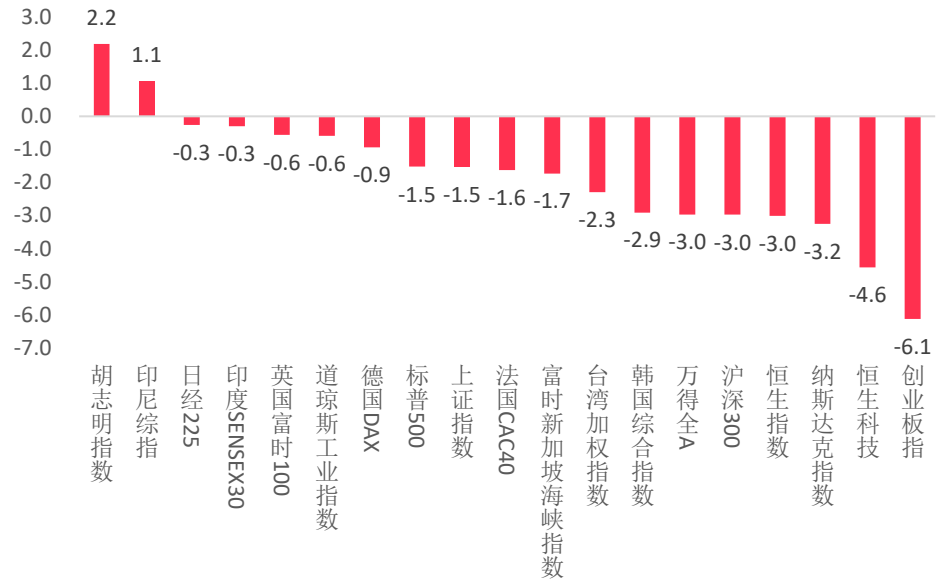
图2：A股市场核心指数周涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

首先，上周美债收益率大幅上行拖累全球股市表现。美国 12 月非农数据整体超预期回升，年内降息预期减弱，美债收益率从低点已反弹约 25BP 至超 4.0%，短期内下行势头有所放缓。本轮加息周期与 20 世纪 70-80 年代更为类似，由于美国经济和通胀韧性较强，即使停止加息后，美债收益率依然有再度冲高的风险。

图 3：全球股市上周涨跌幅（单位%，1.2-1.5）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：10 年美债收益率变动（100bp，工作日）



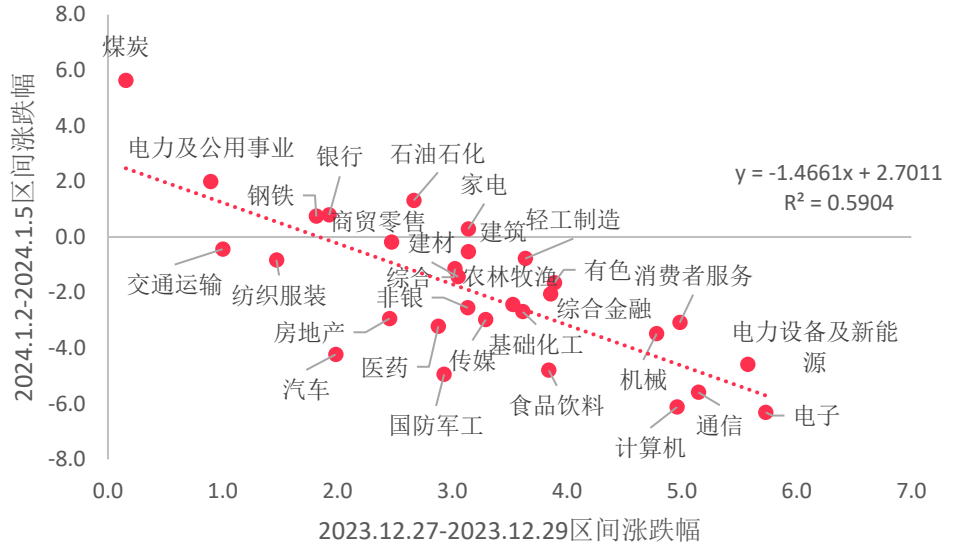
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：早期样本：最后一次加息日为 1966/11/2、1969/8/8、1974/7/24、1980/4/3、1980/12/31、1981/7/22；

近期样本：最后一次加息日为 1984/8/9、1987/10/16、1989/5/17、1995/2/1、2000/5/16、2006/6/29、2018/12/20。

另外，上周股市大幅回调主因是由于前一周的反弹势头较猛，板块表现上也基本呈现均值回归特点。年前一相对强势的电子、新能源、计算机等板块调整明显，而政策利好下，电力、钢铁和家电等顺周期板块相对抗跌。

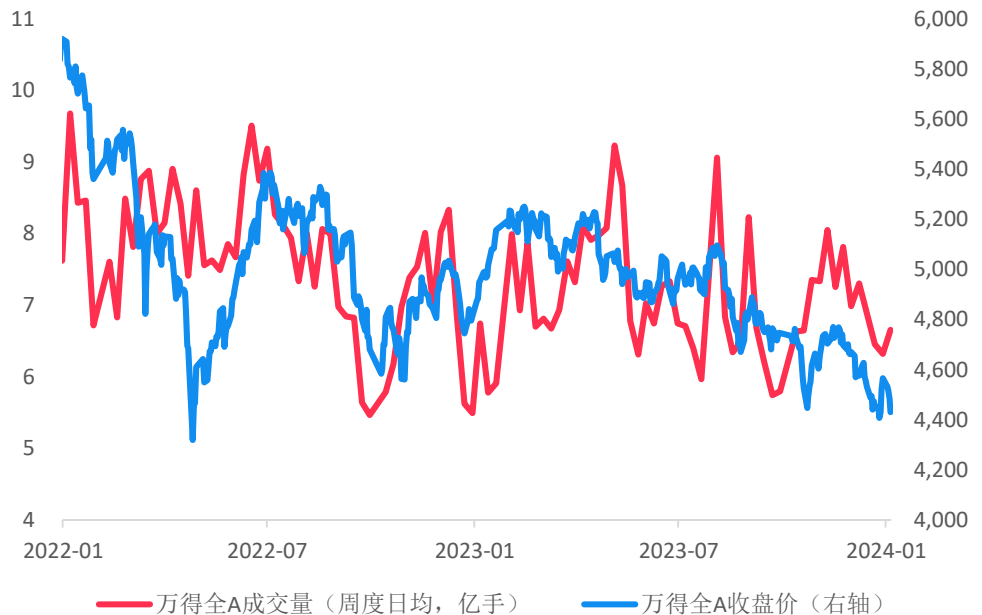
图 5：涨得多则跌得多（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

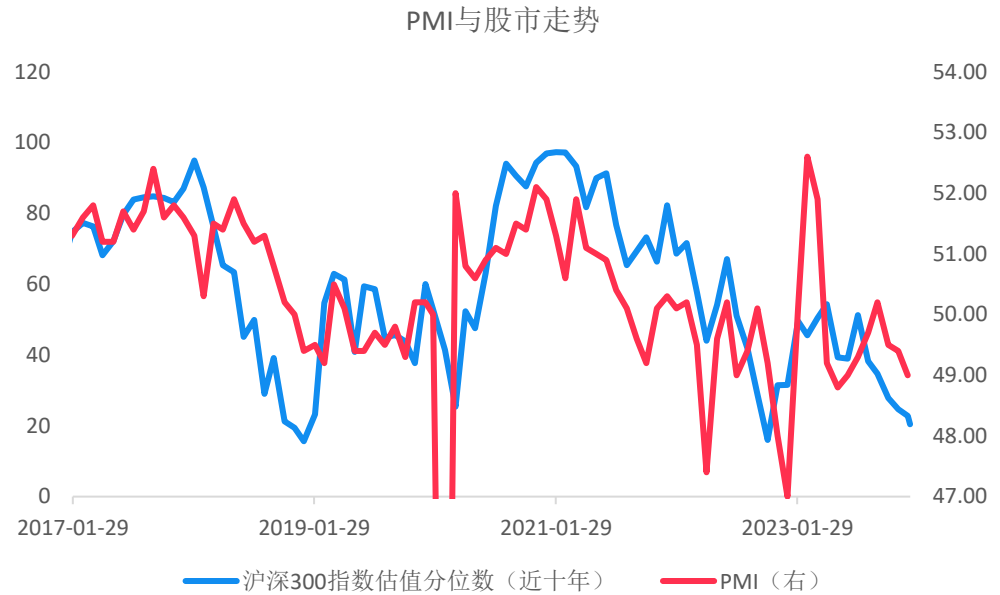
11 月底以来，由于政策托底力度弱于市场预期，万得全 A 持续缩量下跌至前期低点。经过上周回调后，万得全 A 再次回到前期的底部区间，成交量小幅回升，市场分歧扩大，同时沪深 300 估值相对 PMI 已有明显超跌，短期看后续股市可能将持续在底部震荡。

图 7：缩量下跌（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

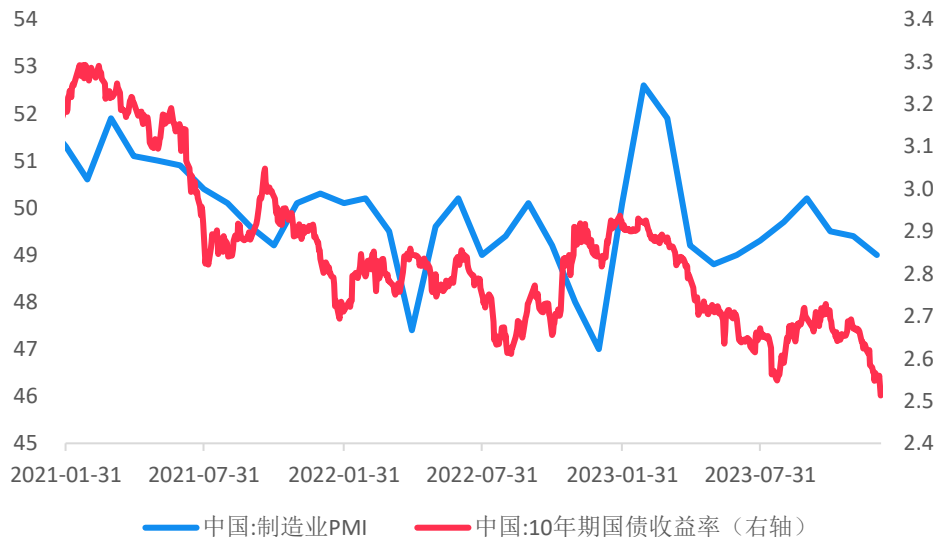
图 8：沪深 300 已有明显超跌 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

近期债市在经济走弱和流动性宽松预期下连续走强，最新的 2023 年 12 月制造业 PMI 与 2023 年 6 月水平相当，当时 10 年国债收益率中枢基本在 2.65% 左右，目前点位大约在 2.51%，二者之差已超 10BP。

图 9：10 年期国债收益率与 PMI (%)



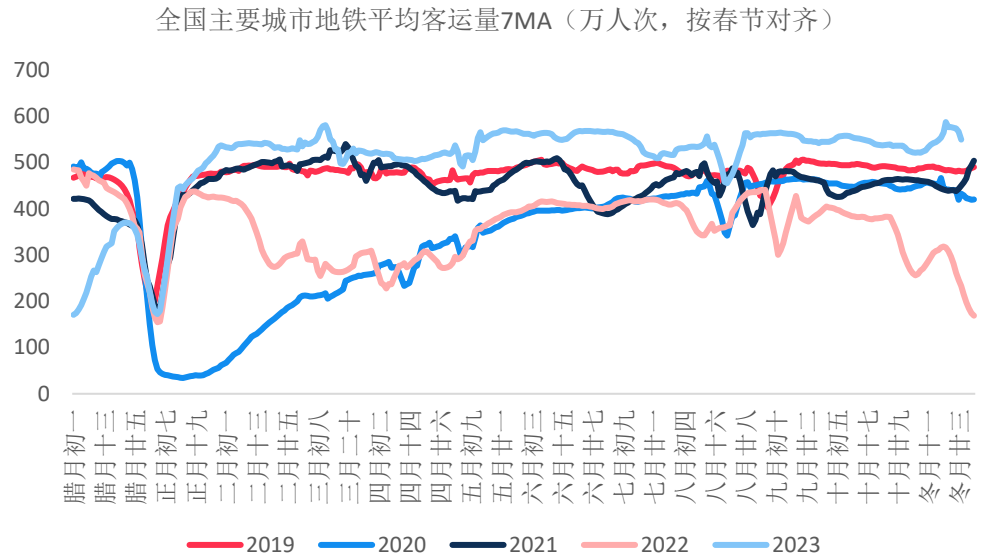
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2 国内经济延续低迷

上周是数据空窗期，经济高频数据整体波动不大，居民出行方面，元旦假期结束后地铁客流量冲高回落，航班执飞量相对平稳。京沪楼市新政实施后，12 月下旬地产

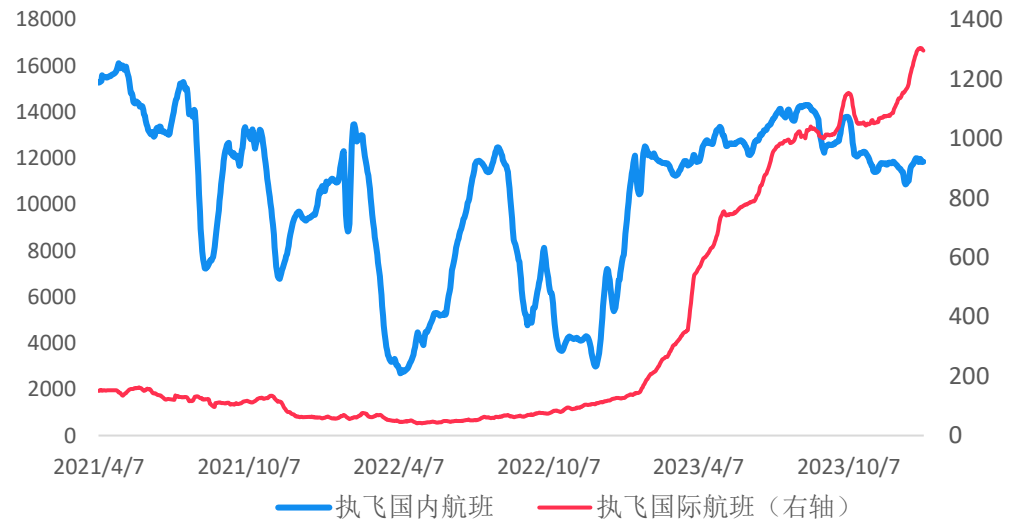
销售热度明显好转，但上周销售面积再次大幅下滑，修复持续性相对有限。工业产需均维持低位平稳，开年以来大多不及往年季节性。沥青开工率 11 月底以来持续单边下行，政策发力仍相对有限，但考虑到 12 月增发 3500 亿元 PSL，以及增发国债陆续下发，后续实物工作量可能有一定支撑。

图 10：全国主要城市地铁平均客运量 7MA（万人次，按春节对齐）



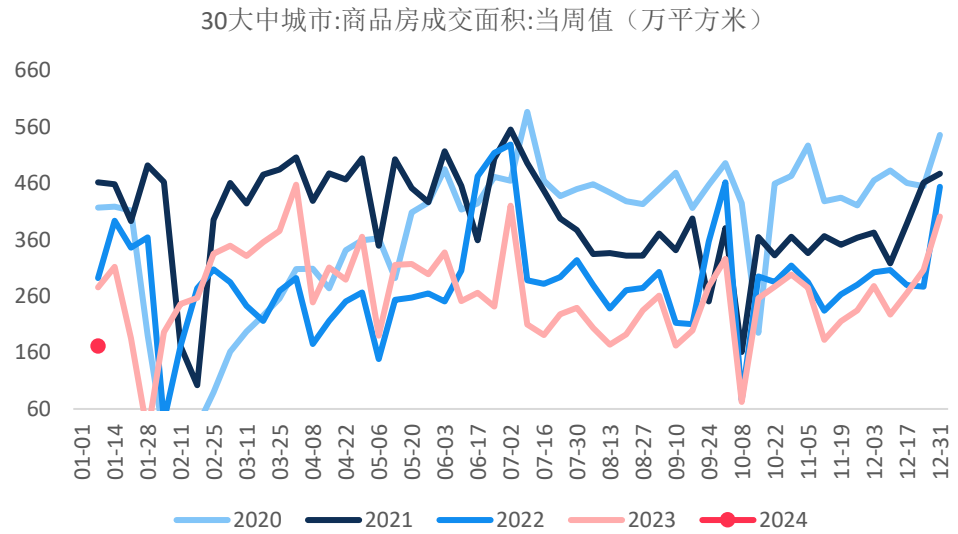
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11：国内国际航班执飞量（架次）



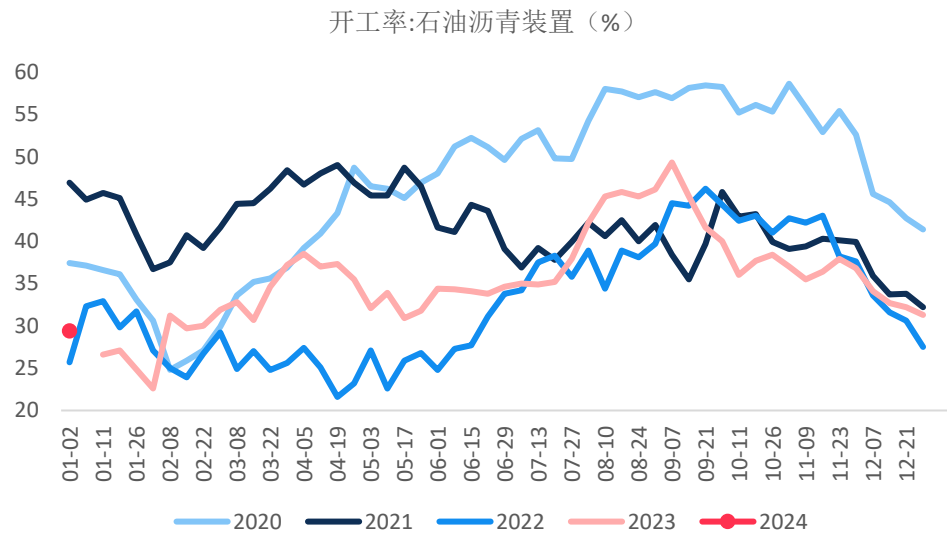
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 30 大中城市:商品房成交面积:当周值 (万平方米)



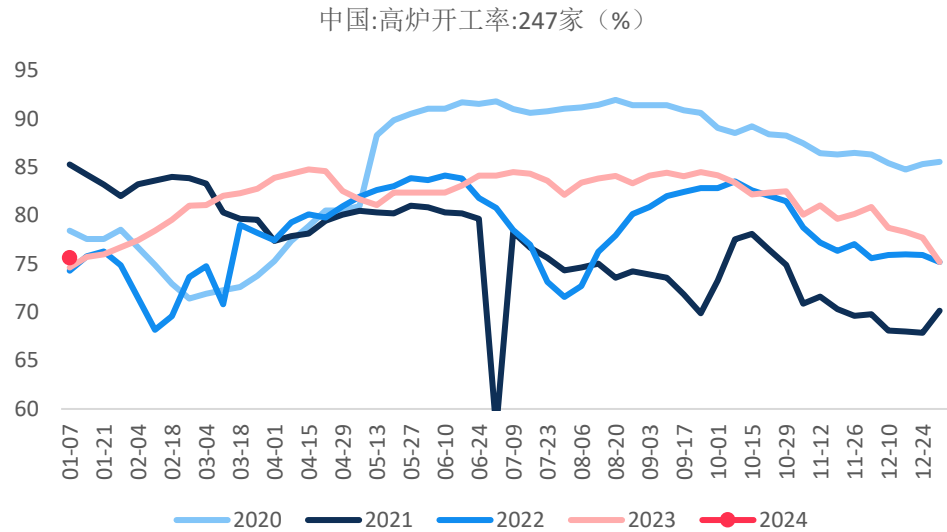
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 开工率:石油沥青装置 (%)



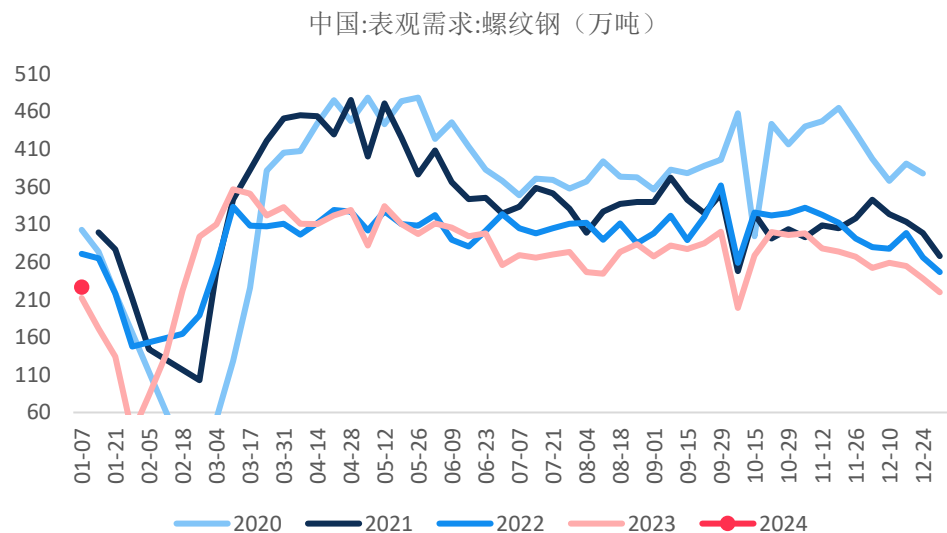
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 高炉开工率 (247 家) 全国 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 螺纹钢表观需求量 (万吨)

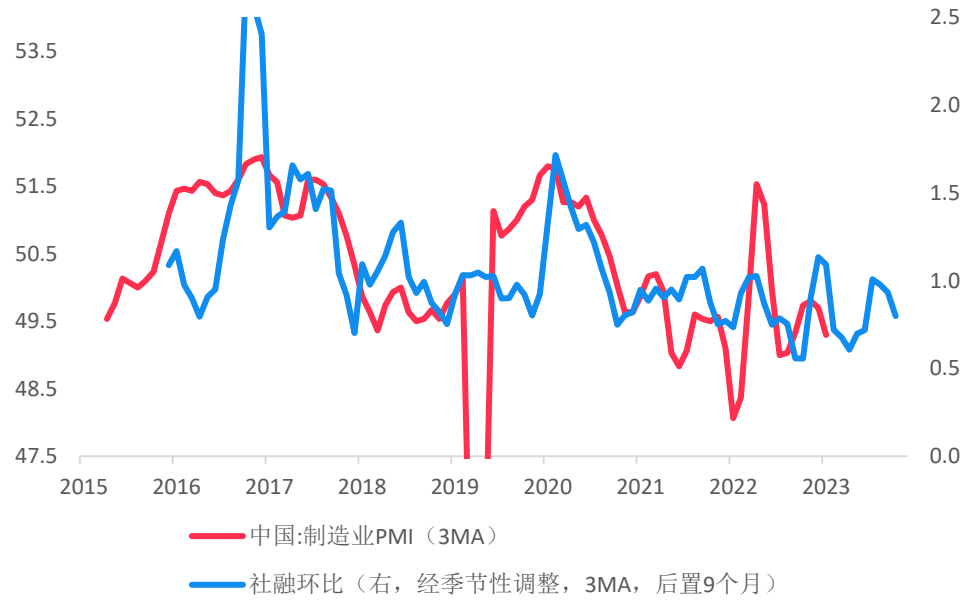


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

往后看，经济再度走弱的趋势正在显现，而政策有滞后性，短期经济可能难以改善，股弱债强仍是当前趋势。因此，短期围绕当前点位低吸高抛或许是当前更有效的策略。由于社融的领先性，未来一两个月经济仍有下行风险，预计一季度经济数据不佳后政策动向可能有一定变化，2024 年 4 月政治局会议是重要观察窗口。

图 16: 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

5 风险提示

- 1) 地产下行超预期; 2) 政策不及预期; 3) 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。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022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