

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：股弱债强，继续待机
- 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

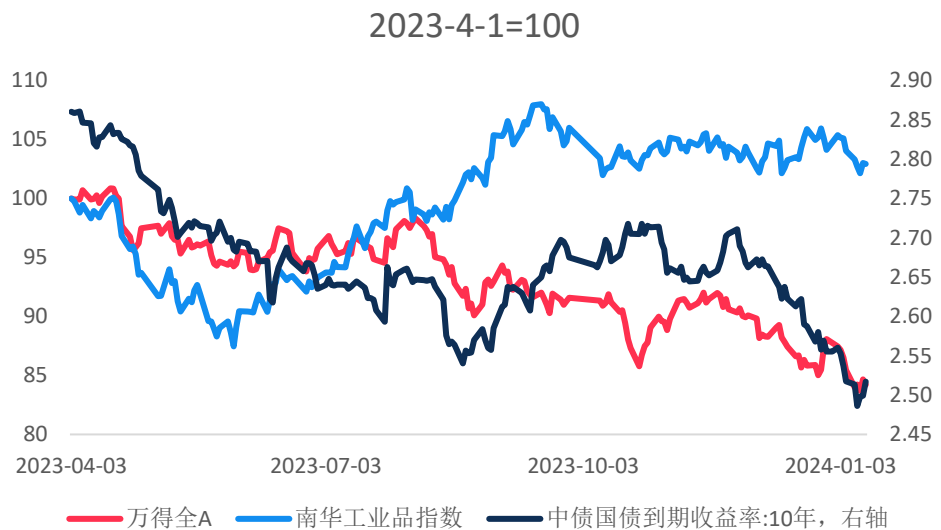
- 股弱债强延续。**周内，万得全A收跌1.5%，南华工业品指数下行1.1%，10年国债收益率此前相较于A股加速下行，且幅度较大，因此周内收平。观察开年以来中信一级行业涨跌幅的情况，(1)连续两周均上涨的行业数为0；(2)第一周上涨第二周下跌的行业数为6，板块以煤炭和电力及公用事业为代表的红利行业为主；(3)第一周下跌第二周上涨的行业数为6，板块以电力设备及新能源和消费者服务为代表的此前大幅调整的行业为主，可能有业绩的催化；(4)连续两周均下跌的行业数为18，其中电子、计算机、通信、传媒等TMT行业调整幅度较大。截至2024年1月14日，维持正收益的行业是煤炭和电力及公用事业。
- 红利指数有周期性。**煤炭和电力及公用事业的上涨反映了市场近期对高红利行业的偏好，2024年前两周，红利指数相对于万得全A获得显著超额收益。进一步观察近3年红利指数相对万得全A的走势，可以发现红利指数呈上升趋势，但周期性较强，与经济基本面有一定的负向关系。并且，红利指数近3年来与创业板指有一定的负向关系。
- 期限利差的变化。**债市整体走强，但不同期限的债券收益率表现差异较大。近一个月来利率债走出了牛陡到牛平，牛陡行情中短端利率下行幅度较大，这一关键变化可能是两面原因导致的，一是政策层面对资金空转的担忧有所好转，放松了对短端利率的控制，二是市场对于货币政策的提前定价，计入了流动性宽松的预期。
- 海外平稳，股市回暖。**美国通胀数据符合市场预期，虽然CPI同比增速有所反弹，但核心CPI延续下行。美国10年期国债收益率开年经历了先上再下的过程，股市随债市调整，全球重要股指大都在2024年第二周比第一周的表现更好。
- 高频数据扫描。**高频数据显示经济低位平稳运行，关键数据起色不大。
- 后市展望。**短期经济基本面将维持偏弱状态，股弱债强仍是当前趋势。当下继续顺势而为，股市逢高就抛，短期大幅调整方才买入；债市逢低吸入，若大涨先兑现收益再择机进场。预计一季度经济数据出炉政策才会有明显变化，到时再根据政策动向调整策略。如果政策转向，则将当前策略反向操作。
- 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 股弱债强延续

股弱债强的趋势得以延续。周内,万得全A收跌1.5%,南华工业品指数下行1.1%,10年国债收益率此前相较于A股加速下行,且幅度较大,因此周内收平。

总体上,股弱债强的趋势没有变化,因为形成趋势的因素没有发生明显变化。一方面,经济仍然处于一个偏弱的状态,以房地产为代表的高频指标依然没有起色,另一方面,政策基调在4月中共中央政治局会议以前也难有大的调整。海外对国内没有明显扰动,10年美国国债收益率在4%左右波动。

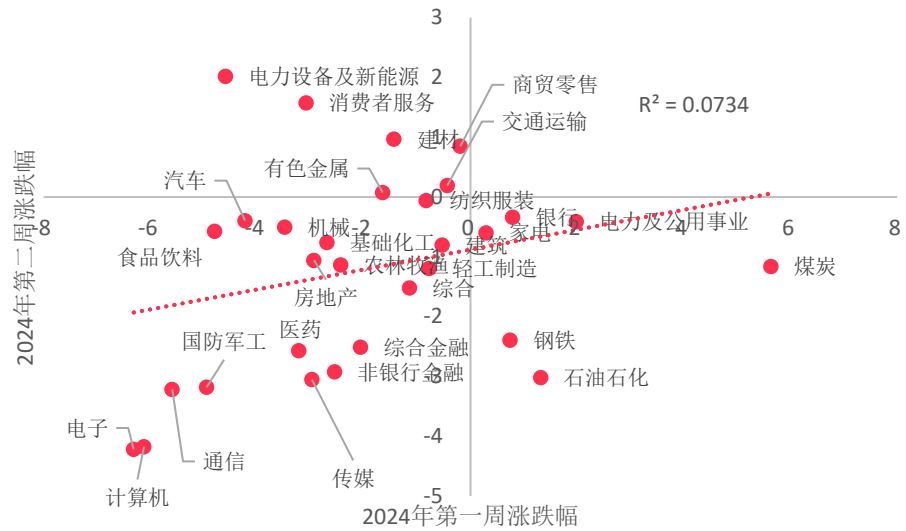
图1: 股债商走势 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

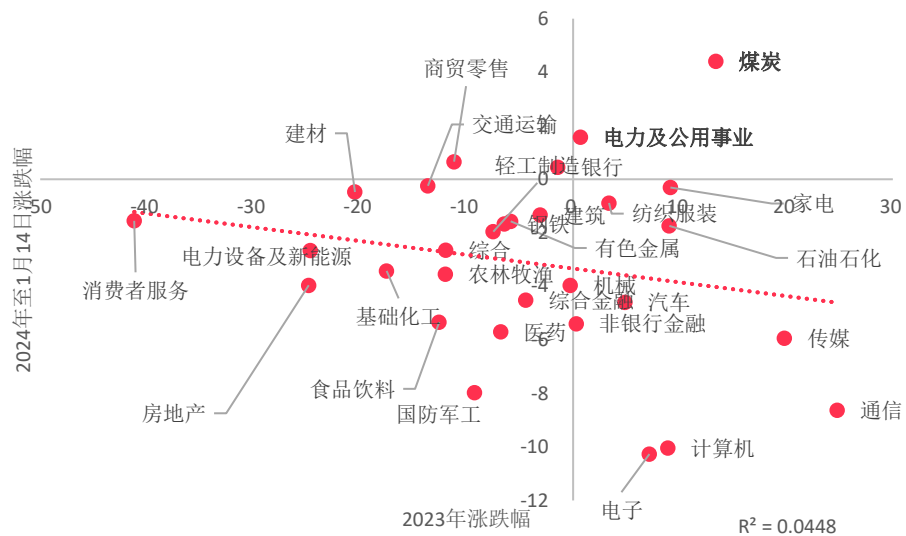
观察开年以来中信一级行业涨跌幅的情况, (1) 连续两周均上涨的行业数为 0; (2) 第一周上涨第二周下跌的行业数为 6, 板块以煤炭和电力及公用事业为代表的红利行业为主; (3) 第一周下跌第二周上涨的行业数为 6, 板块以电力设备及新能源和消费者服务为代表的此前大幅调整的行业为主, 可能还有业绩发布的催化; (4) 连续两周均下跌的行业数为 18, 其中电子、计算机、通信、传媒等 TMT 行业调整幅度较大。截至 2024 年 1 月 14 日, 维持正收益的行业是煤炭和电力及公用事业。

图 2：中信一级行业涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 3：中信一级行业涨跌幅（%）

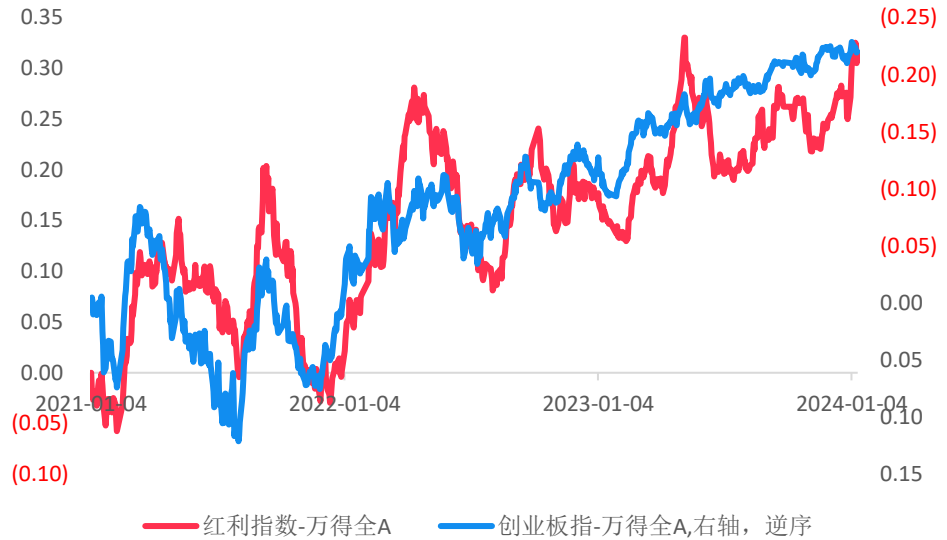


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

煤炭和电力及公用事业的上涨反映了市场近期对高红利行业的偏好，2024 年前两周，红利指数相对于万得全 A 获得显著超额收益。

进一步观察 2021 年以来红利指数相对万得全 A 的走势，可以发现红利指数近 3 年来呈上升趋势，但周期性较强，与经济基本面有一定的负向关系。并且，红利指数近 3 年来与创业板指有一定的负向关系。

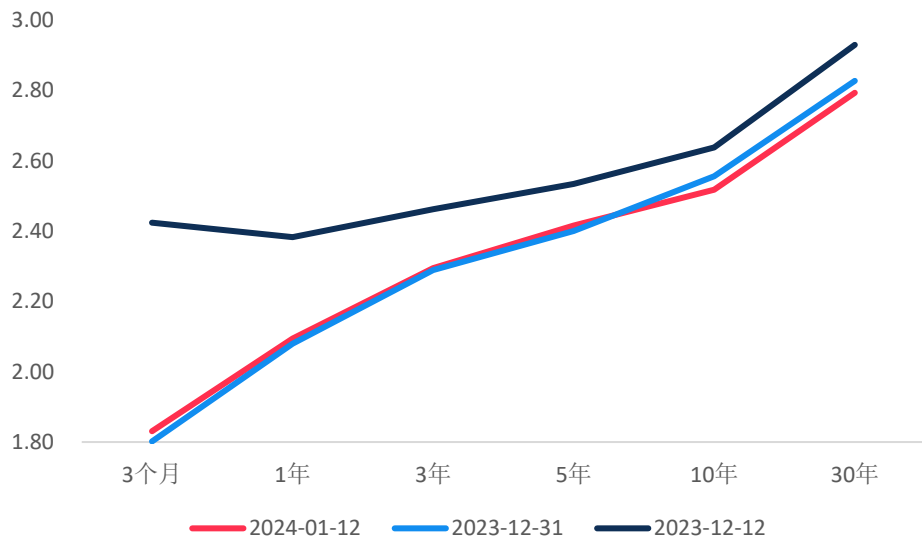
图 4：红利指数与创业板指（以 2021 年 1 月 4 日的点位为基准作标准化）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

债市整体走强，但不同期限的债券收益率表现差异较大。近一个月来利率债走出了牛陡到牛平的变化，短端利率的变化是左右期限利差的关键，这一关键变化可能是两种原因导致的，一是政策层面对资金空转的担忧有所好转，二是市场对货币政策的提前定价。

图 5：中债国债到期收益率（%）



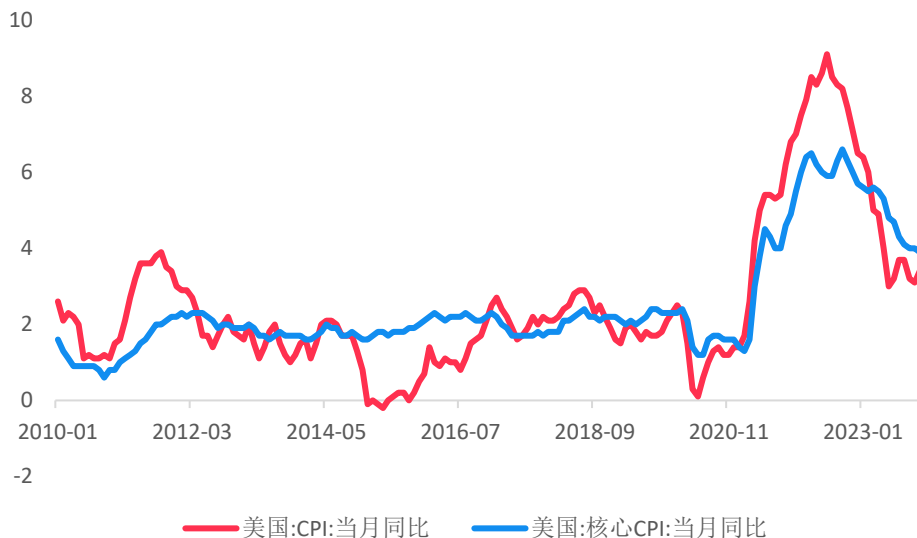
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 海外平稳，股市回暖

美国周内公布了 2023 年 12 月通胀数据，CPI 录得 3.4%，较前值上行 0.3 个百分

点，核心 CPI 录得 3.9%，较前值下降 0.1 个百分点。虽然美国 CPI 同比增速出现反弹，但核心 CPI 同比增速延续了下行趋势，并且通胀数据大体符合市场预期，因此，市场受扰动并不大。

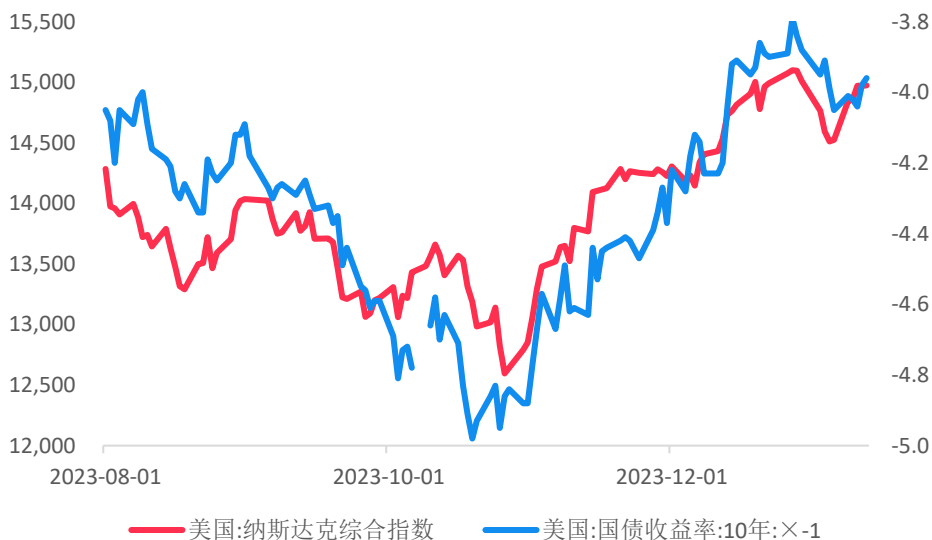
图 6：美国通胀（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

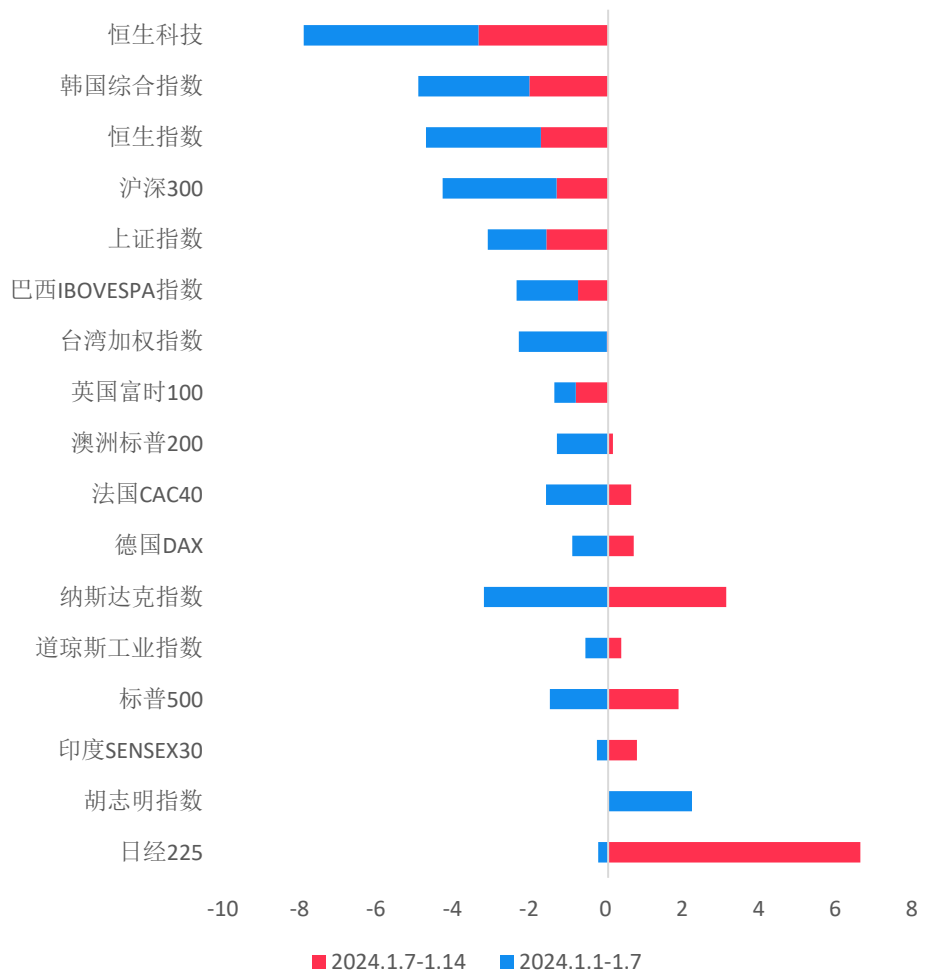
2024 年美国 10 年期国债收益率经历了先上行再下行的过程，股市随债市而调整，全球重要股指大都在 2024 年第二周比第一周的表现更好。

图 7：美股与美债（右轴，%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 8：全球部分股指 2024 年前两周表现 (%)

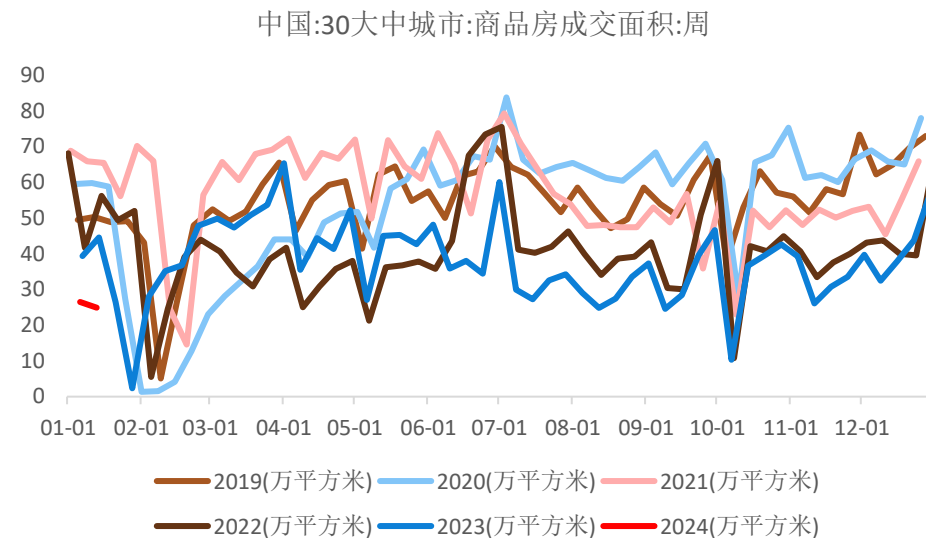


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 高频数据扫描

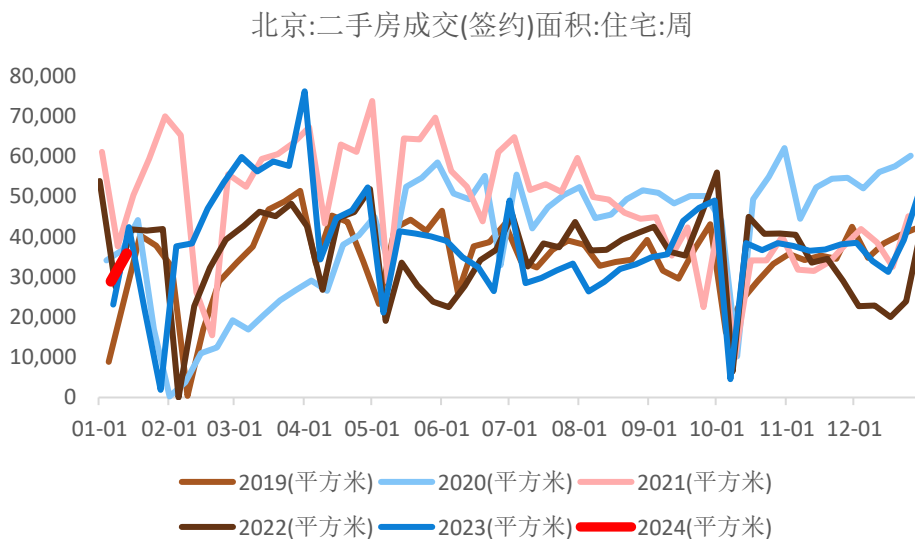
高频数据显示经济低位平稳运行，关键数据起色不大。居民端，30大中城市商品房成交面积开年处于今年来的低位，前两周的日度平均成交面积分别为-33%和44%，降幅较去年底明显扩大。出行数据相对平稳，一线城市地铁客运量延续去年的趋势；国内航班同样波动不大，国际航班边际上有较为明显的好转。生产端，石油沥青装置开工率、高炉开工率低位平稳，与年底的走势相近。短端流动性边际上宽松，特别是DR001有较为明显的下行趋势，同业存单到期收益率在去年12月底调降存款利率之后明显下行，2024年走势震荡。

图 9：中国:30 大中城市:商品房成交面积:周



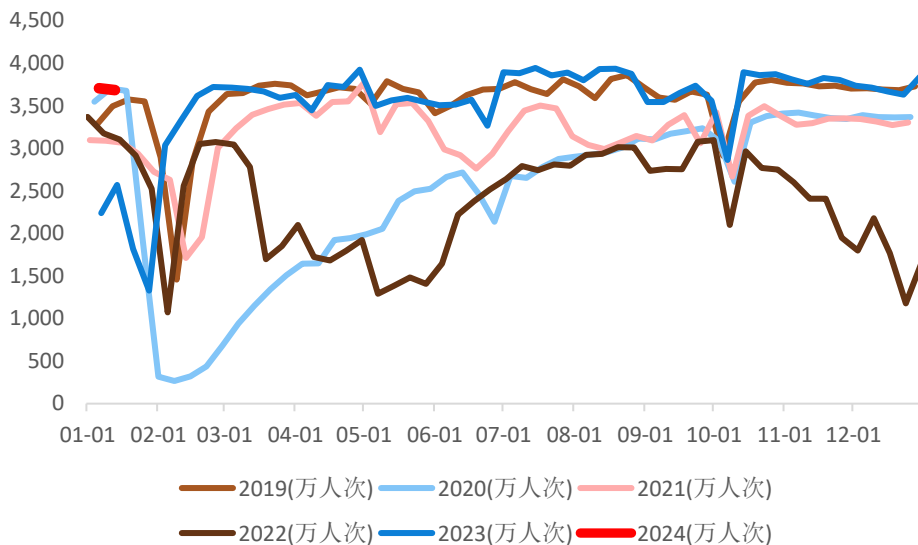
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 10：北京:二手房成交(签约)面积:住宅:周



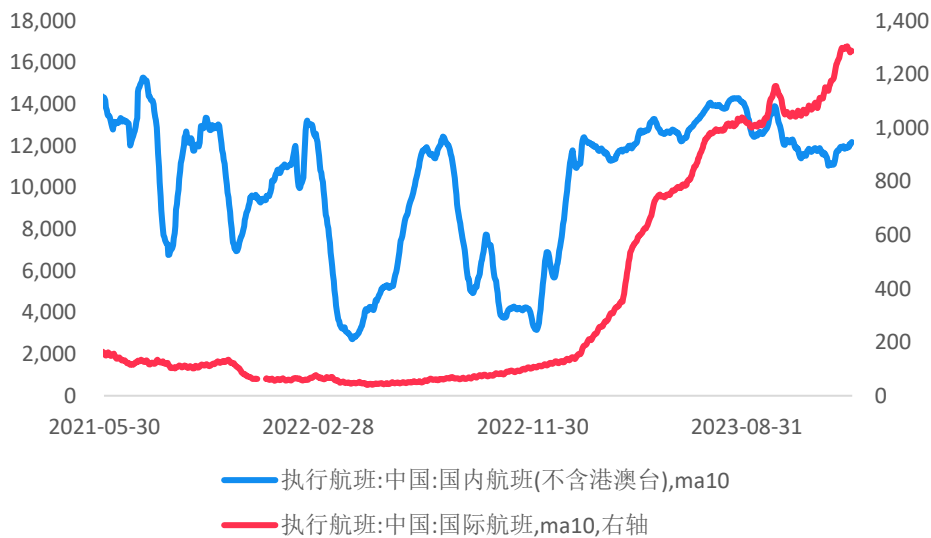
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 11：一线城市平均客运量（万人次）



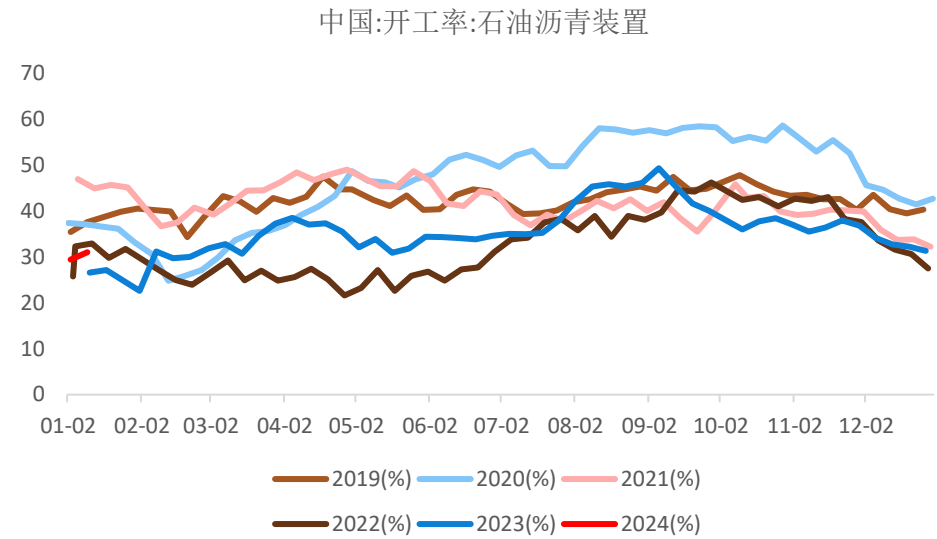
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 12：执行航班（架次）



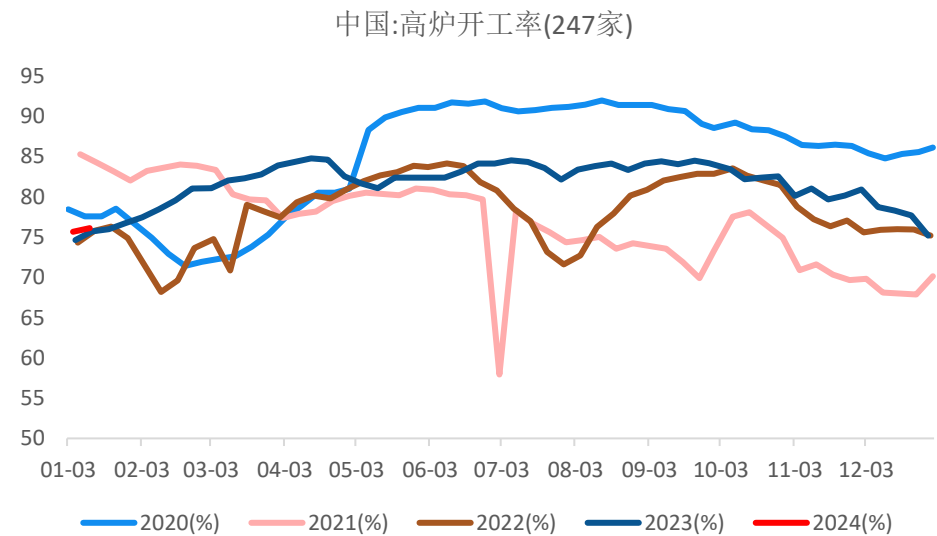
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 13：中国:开工率:石油沥青装置



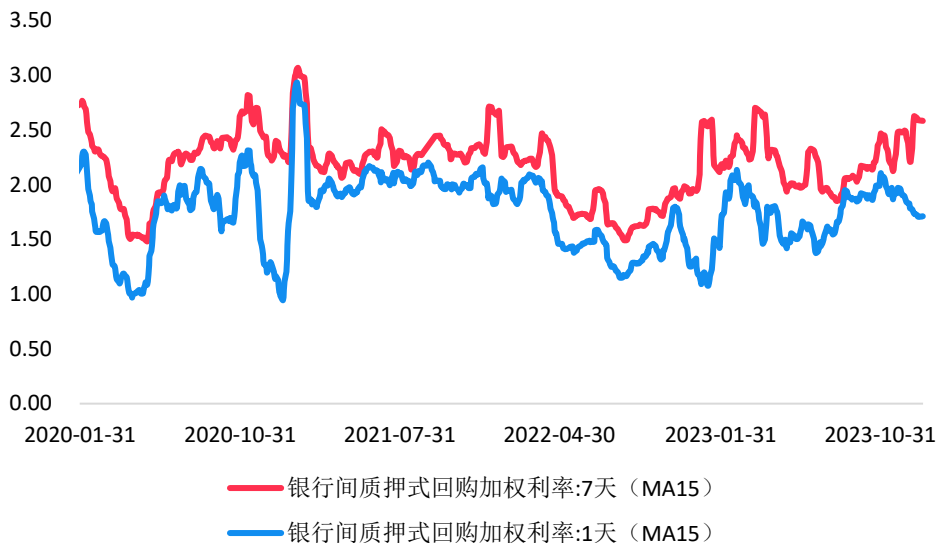
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 14：中国:高炉开工率(247家):全国 (%)



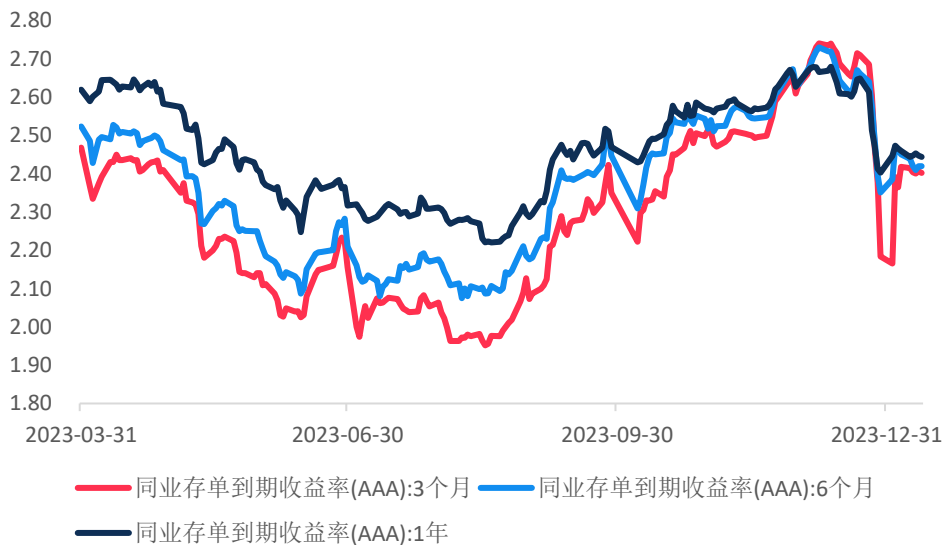
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 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 16: 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

短期经济基本面将维持偏弱状态, 股弱债强仍是当前趋势。当下继续顺势而为, 股市逢高就抛, 短期大幅调整方才买入; 债市逢低吸入, 若大涨先兑现收益再择机进场。预计一季度经济数据出炉政策才会有明显变化, 到时再根据政策动向调整策略。如果政策转向, 则将当前策略反向操作。

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