

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

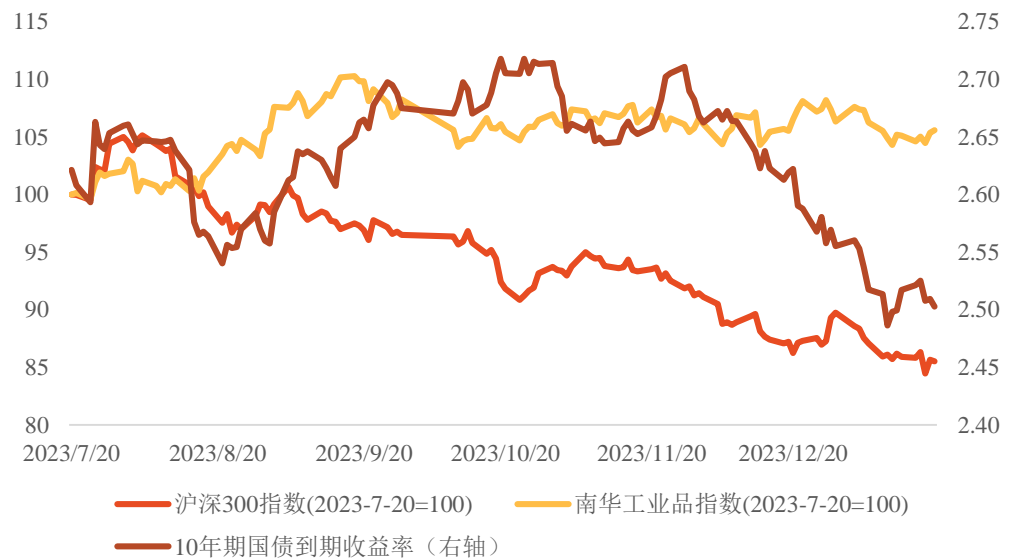
- 12 月外贸数据点评：低基数下进出口同比均回升
- 12 月金融数据点评：政府债连续高增，M1 增速止跌
- 12 月物价数据点评：物价全年偏弱，12 月小幅反弹

- 上周股市剧烈波动，整体小幅走弱，沪深 300 指数小幅收跌-0.44%，大盘股表现好于小盘股，规模指数所代表的规模大小与涨跌幅成正比。债市继续走强，10 年国债收益率下行约 1.4BP。上周四沪深 300 指数盘中跌破 2800，当日沪深 300 指数 ETF 基金成交量大幅放量。而 2023 年以来沪深 300ETF 基金出现多次放量，多为沪深 300 指数阶段性底部时点，但本次规模显著增加，托市难度较以往更大。
- 上周四当日底部反弹约 1.9%，我们对过去出现类似较长下影线的情况进行了统计分析，发现短期内股市下跌空间较小，基本会企稳小幅反弹，1 个月内反弹幅度约 2%，中期走势仍不确定。
- 去年下半年以来市场持续下行，前期外资的持续流出是主要原因。过去 2 年外资的行为基本是随行就市的。但 9 月以来，北向资金加速流出，且随着 A 股的阶段性反弹，外资的流出并没有中止。3 个月内，陆股通持股占流通市值的比例从 3.3% 连续下降至 2.9%。因此 9 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，外资持股比例随之回升，与 A 股的走势再次同步，该负面影响因素得到了明显缓解。区间外资持股比例的变动与相应股票的区间涨跌幅也能佐证这个结论。
- 那 2023 年 12 月底以来的持续下行可能是某些内资的影响，如融资余额。12 月中下旬以来融资余额随市场的下跌快速下行，或是市场下跌导致减仓或者强制平仓，因此随着市场的下行，成交量反而走高。与之类似的还有部分私募基金的减仓和强制平仓。
- 基本面方面，12 月的数据延续 11 月以来的疲弱，工业生产和消费数据均较弱，仅投资数据略有好转，但房地产投资拖累延续。下半年房地产政策未能扭转下跌趋势，2024 年初的房地产高频销售依然低迷。其他高频指标也未出现明显改善。经济在 3-4 月之后可能边际上好转，但在政策没有大的转向之前，经济的整体走势预计不会有大的变化。
- 往后看，股弱债强仍是当前趋势。当下继续顺势而为，同时，建议留意政策的变化。
- 风险提示：经济政策超预期，美债大幅波动

1 资金托市，大盘好于小盘

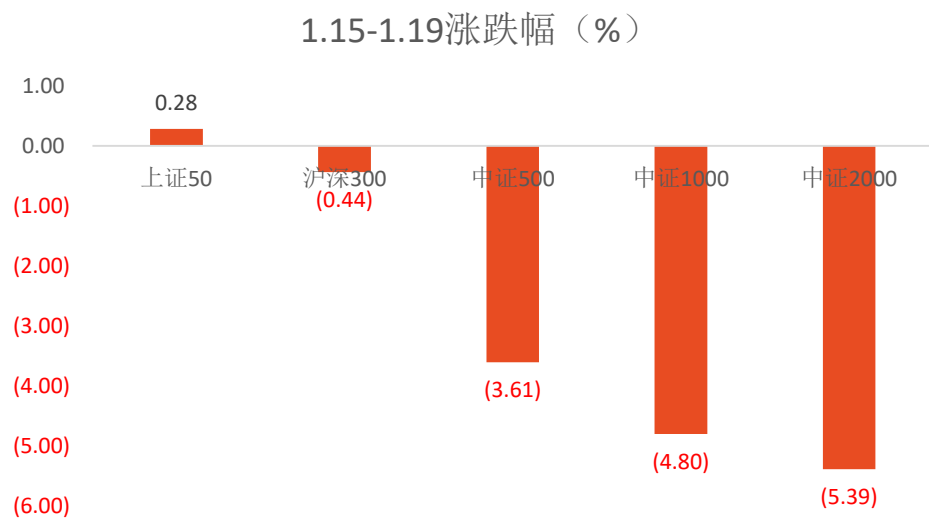
上周周内股市剧烈波动，整体小幅走弱，沪深 300 指数小幅收跌-0.44%，大盘股表现好于小盘股，上证 50 表现最好，收涨 0.28%，中证 2000 指数表现较弱，收跌-5.39%，规模指数所代表的规模大小与涨跌幅成正比。债市继续走强，10 年国债收益率下行约 1.4BP。

图 1：近期股债商走势（右：%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 2：上周大盘指数好于小盘指数（%）

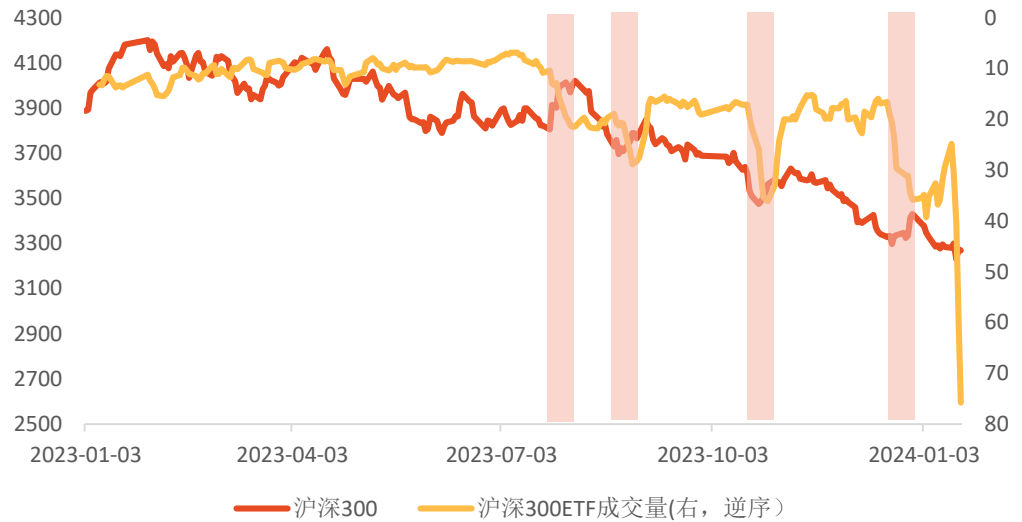


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

我们可以通过观察沪深 300 指数 ETF 的成交量来考察资金托市情况。上周四沪深

300 指数盘中跌破 2800，尾盘时沪深 300ETF 成交量大幅放量，底部上涨约 1.9%。图 3 可以看到，2023 年以来沪深 300ETF 基金出现多次放量，多为沪深 300 指数阶段性底部时点，但本次规模显著增加，托市难度较以往更大。

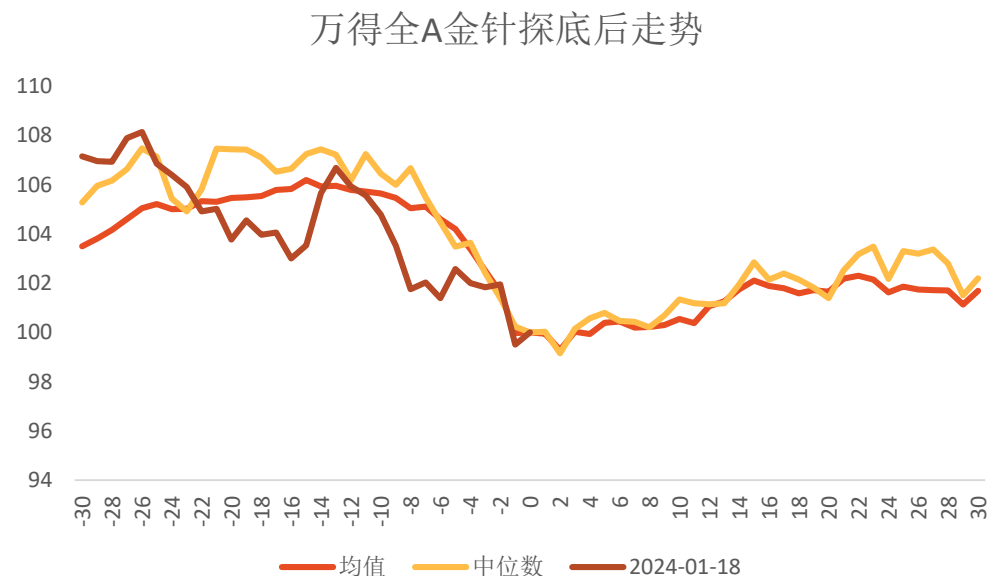
图 3：上周沪深 300ETF 成交量大幅放量



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

上周四当日底部反弹约 1.9%，我们对过去出现类似较长下影线的情况进行了统计分析，发现短期内股市下跌空间较小，基本会企稳小幅反弹，1 个月内反弹幅度约 2%，中期走势仍不确定。

图 4：万得全 A 出现金针探底后走势



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 外资企稳，内资扰动

反观过去下半年以来的加速下跌，市场前期归因于外资的持续净卖出，我们也对此做了相关研究。过去2年外资的流动与A股走势息息相关，A股走强，外资流入，A股走弱，外资相应流出，外资的行为基本是随行就市的。但9月以来，北向资金加速流出，且随着A股的阶段性反弹，外资的流出并没有中止。3个月内，陆股通持股占流通市值的比例从3.3%连续下降至2.9%。因此9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，与A股的走势再次同步，所以该负面影响因素得到了明显的缓解。

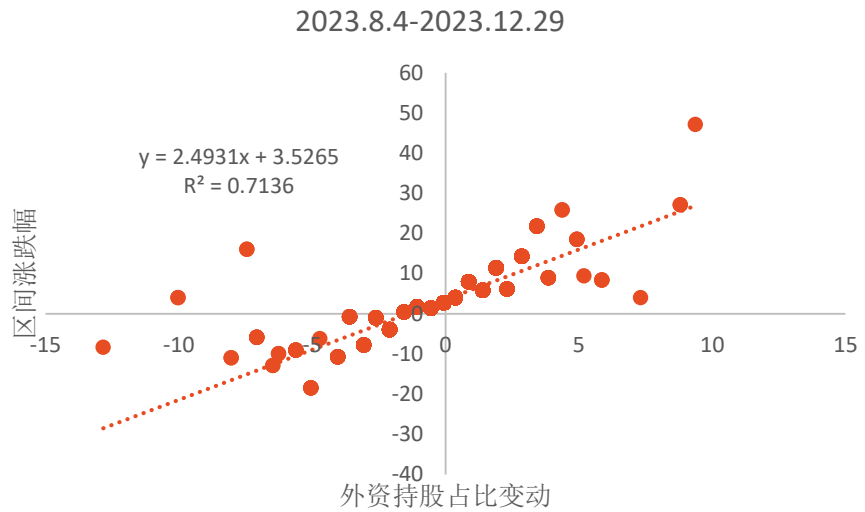
图5：外资持股流通市值占比与沪深300走势



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

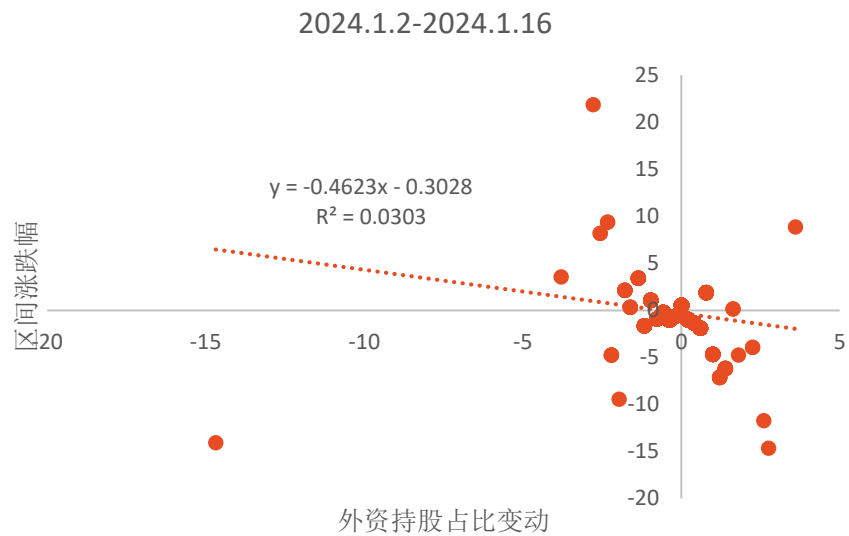
我们也从另一个角度佐证了这个结论。2023年8-12月，外资持股比例的变动与相应股票的涨跌幅呈现明显正相关关系，即外资持股占比减少，股票下跌，外资持股比例增加，对应股票上涨。但2024年这个关系不复存在，相关性明显下降，外资的变动并没有左右相应股票的涨跌。

图 6：外资持股变动与相应股票区间涨跌幅（2023.8.4-2023.12.29）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：外资持股变动与相应股票区间涨跌幅（2024.1.2-2024.1.16）

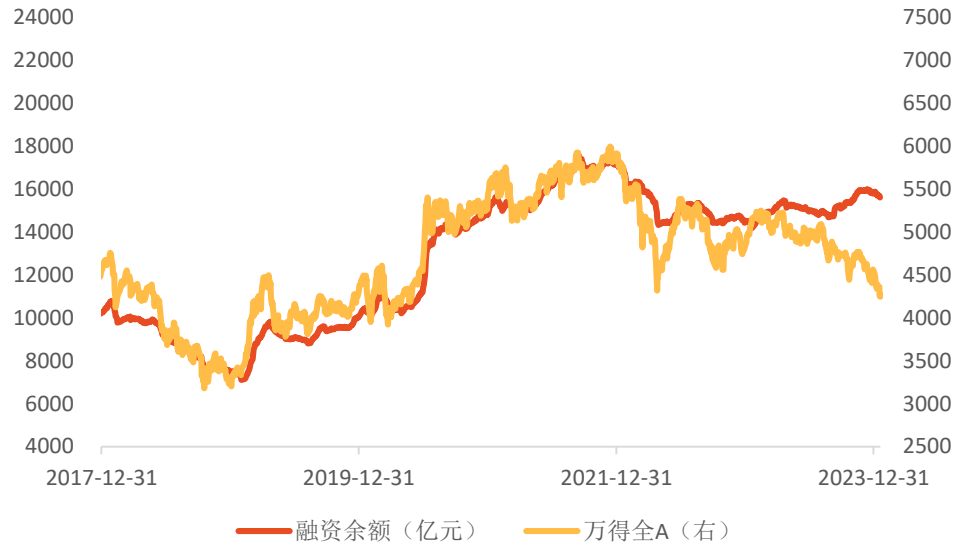


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

那 2023 年 12 月底-2024 年以来的持续下行可能是某些内资的影响。我们选择市场关注较多的两融余额进行分析。

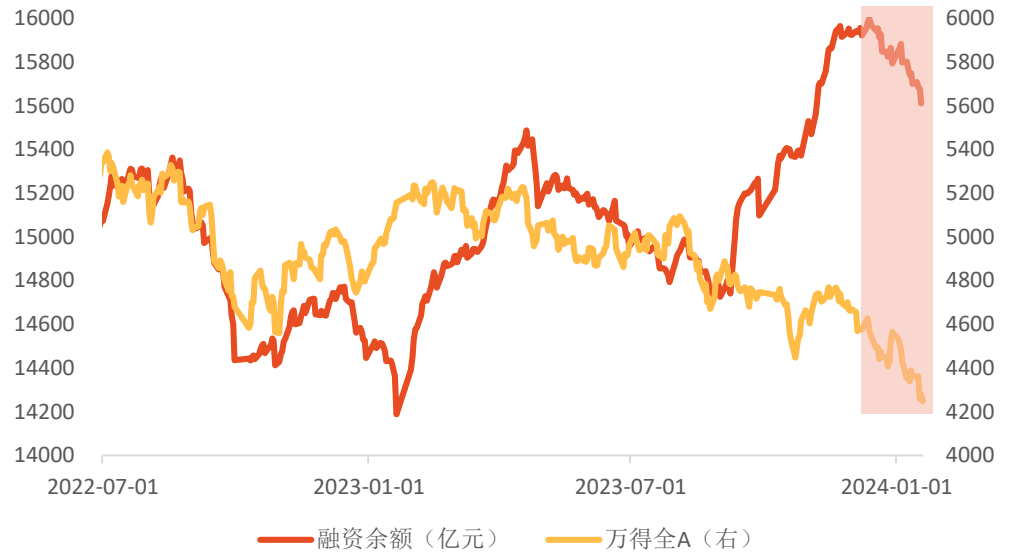
两融余额中融资规模占比较大，是主要的影响因素，因此这里只考虑融资余额。融资余额在过去几年与市场走势正相关，但 2023 年 9 月起出现了小幅背离。这可能与 2023 年 8 月 27 日调降融资保证金比例（100%→80%）有关，所以随着市场的下跌，融资余额不降反升。但 12 月中下旬以来融资余额随市场的下跌快速下行，或是市场下跌导致减仓或者强制平仓，因此随着市场的下行，成交量反而走高。与之类似的还有部分私募基金的减仓和强制平仓。

图 7：融资余额与万得全 A (%)



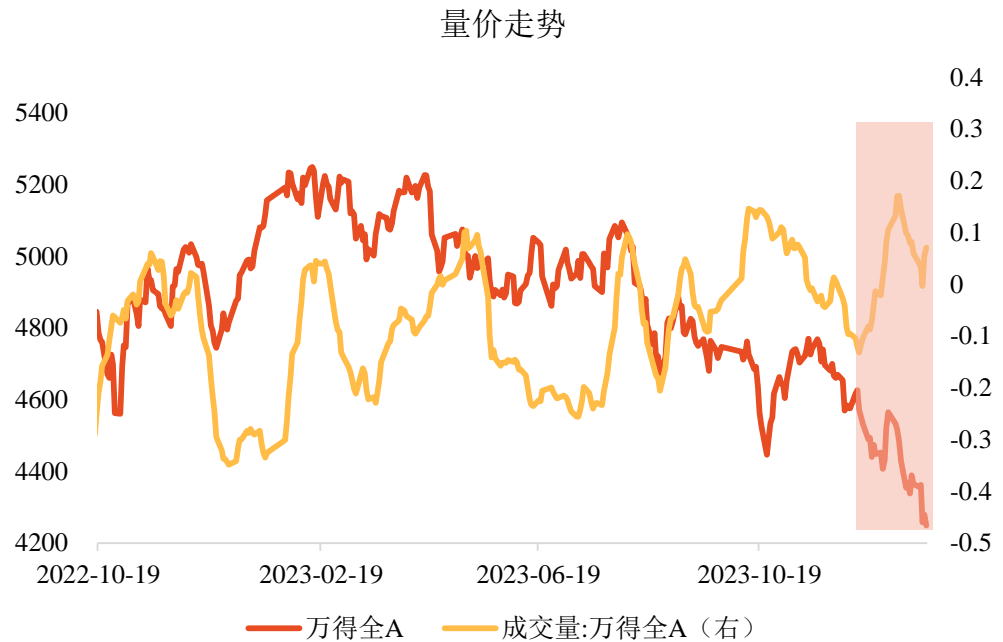
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 8：12 月中下旬以来，融资余额快速下行 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 9：万得全 A 量价走势（%）



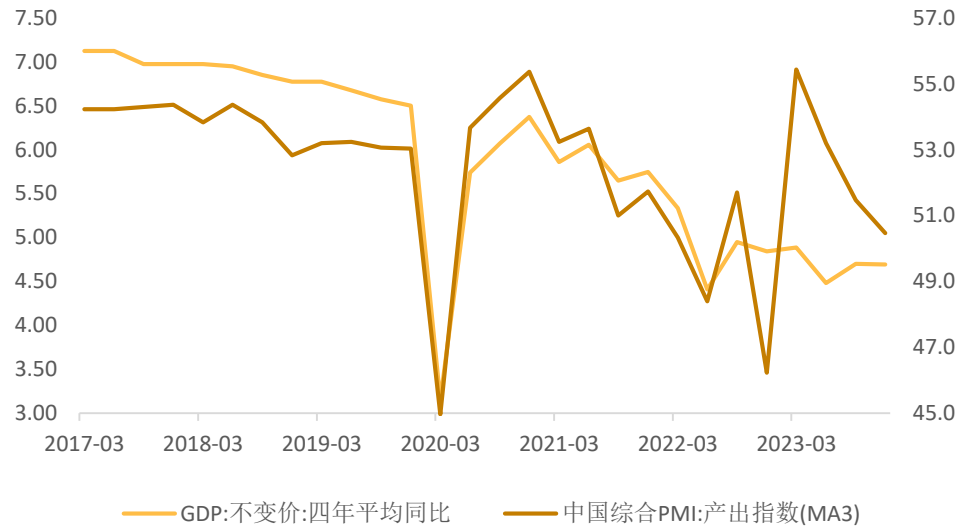
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 经济动能仍弱

12 月的数据延续 11 月以来的疲弱，工业生产和消费数据均较弱，仅投资数据略有好转，但房地产投资的拖累延续。下半年房地产政策未能扭转下跌趋势，2024 年年初的房地产高频销售依然低迷。螺纹钢去库速度、石油沥青开工率、水泥价格指数等高频指标均未出现明显改善。

经济在 3-4 月之后可能在边际上好转，但在政策没有大的转向之前，经济的整体走势预计不会有大的变化。

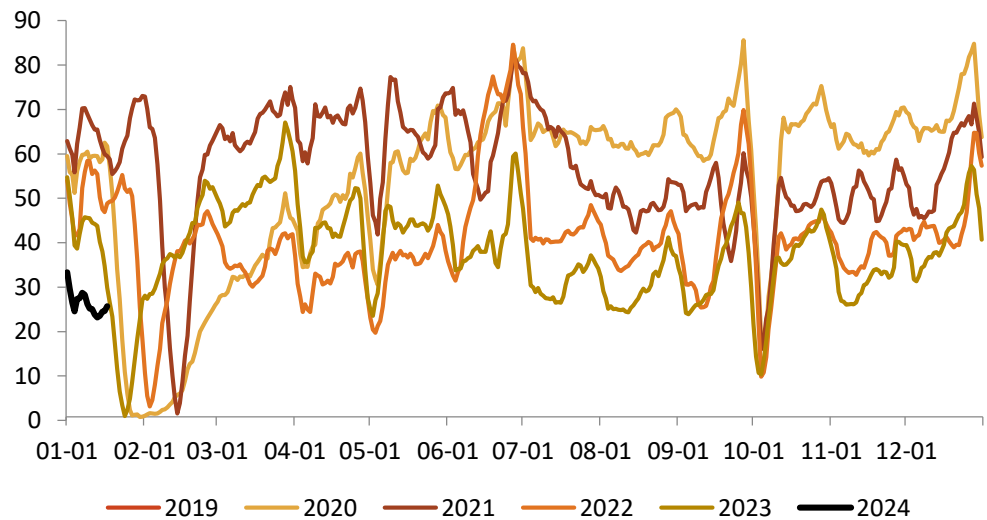
图 10: 12 月经济数据仍然偏弱 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

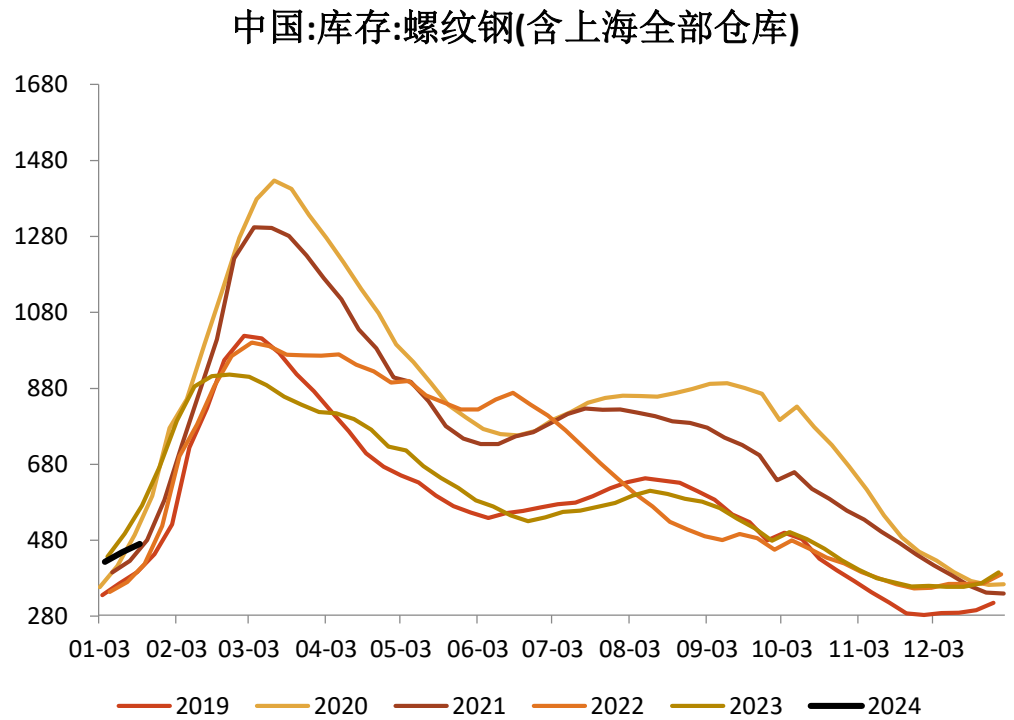
图 11: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)

中国:30大中城市:商品房成交面积:7MA



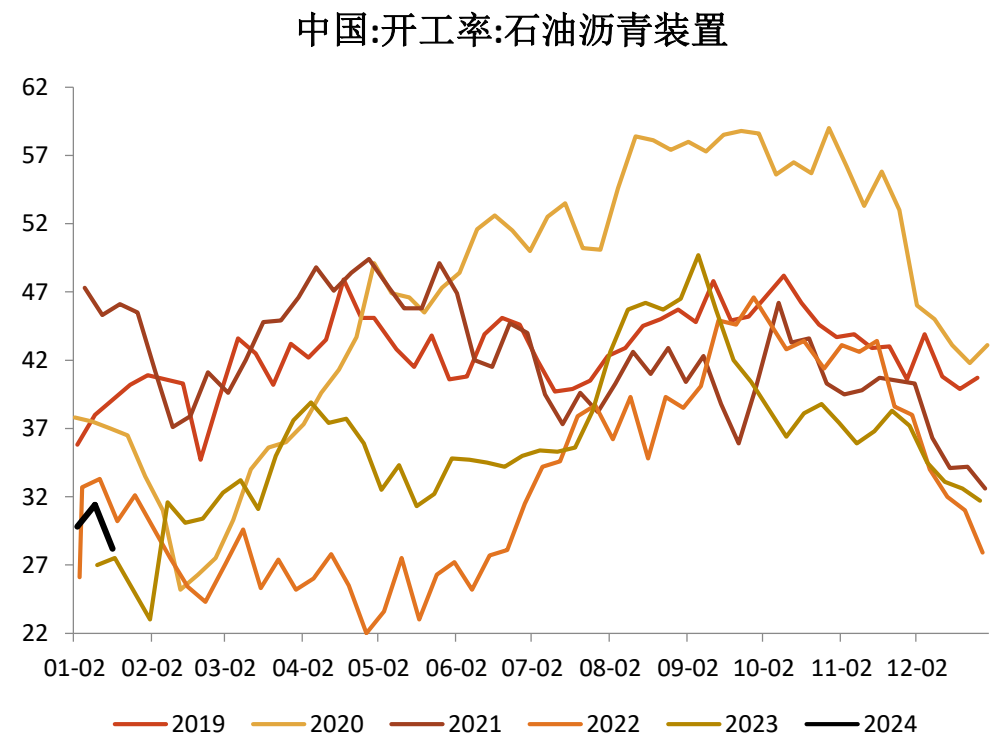
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 螺纹钢去库缓慢 (万吨)



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:水泥价格指数



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

往后看，股弱债强仍是当前趋势。当下继续顺势而为，同时，建议留意政策的变化。

5 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