

### 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

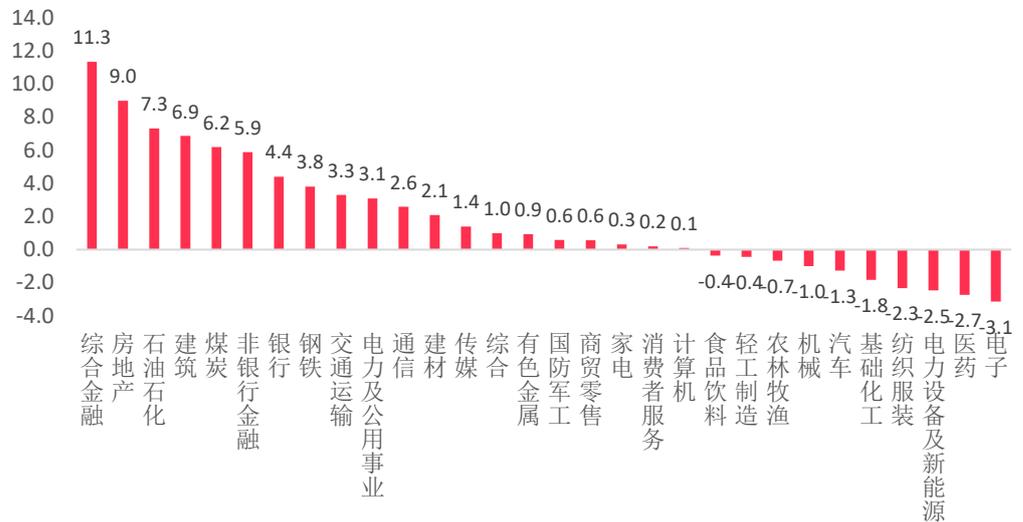
- 2024 年宏观策略：宜蛰伏待机，等否极泰来
- 宏观周报：顺势而为，小心博弈
- 2023 年 4 季度经济数据点评：目标实现，动能不强

- 上周央企考核市值管理、央行降准、金管局发声支持房地产等利好信号频出，股市超跌后迎来大幅反弹，但板块分化明显，中字头集体爆发，地产、建筑板块走强，而受地缘政治方面影响，医药、电子板块明显走弱。上周上证指数、沪深 300 分别累计上涨 2.8% 和 2.0%，万得全 A 仅微涨 0.5%，创业板指大跌 1.9%。债市上周基本收平，降准后国债收益率大幅下行，但同时经营性物业贷新规出台支持房企融资，出于对宽信用的担忧，收益率随即大幅上行。受益于国内宽松政策，南华工业品指数大幅反弹，上周累计上涨 2.3%。
- 周一大跌后，万得全 A 近 15 日已累计下跌超 10%，已经积累较大的反弹动能。经统计，2010 年以来类似样本情况下，股市短期见底的概率较大，后续涨幅最高可能超 3%，而近期万得全 A 涨幅已超 4%，短期内超跌后上涨的空间已经不大。
- 同时，万得全 A 本次上涨日成交额均不足万亿，并未明显放量，上涨期间成交额过去一年分位数低于 35%，历史上看缩量上涨往往反映后续动能不足，市场分歧较小，短期看窄幅震荡的概率更大。由于大的格局不变，当前防守反击仍是主线。
- 近期美国公布多项经济数据，零售、PMI、四季度 GDP 增速均超预期，但同时 PCE 不及预期，引发市场预期大幅波动。目前市场博弈仍相对激烈，降息预期先降温后升温，截至 1 月 26 日，CME 隐含 2024 年降息预期仍为 6 次，但已经普遍将首次降息时间由 3 月推迟至 5 月。
- 复盘 2023 年 9 月以来美债走势，美债基本跟随经济相关数据波动，且往往有一定超调。2023 年 9 月后美国经济屡次超预期，叠加财政供给压力，美债收益率迅速冲高。而 2023 年 10 月后经济数据降温叠加美联储放鸽，美债收益率又快速下行至低位。目前美债基本回到 2023 年 12 月 FOMC 会议前的点位，反映提前降息预期基本落空。
- 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，地铁客运量相对平稳，国内外航班执飞量均有所上升。开年以来，30 大中城市商品房成交面积持续低迷。临近春节，工业产需均维持低位平稳，石油沥青装置开工率小幅回升，高炉开工率较上周持平，螺纹钢持续库存持续上升，表观需求量下滑，整体基本符合季节性。
- 往后看，经济在 3-4 月之后可能在边际上好转，在政策没有明显转向之前，经济的整体走势预计不会有大的变化。市场在短期快速下跌的背景下迎来明显的反弹，指数反弹的幅度与历次反弹的幅度接近，如果没有大的政策变化，短期向上空间有限。建议先兑现利好，再观望。防守反击仍是主基调。
- 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。



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

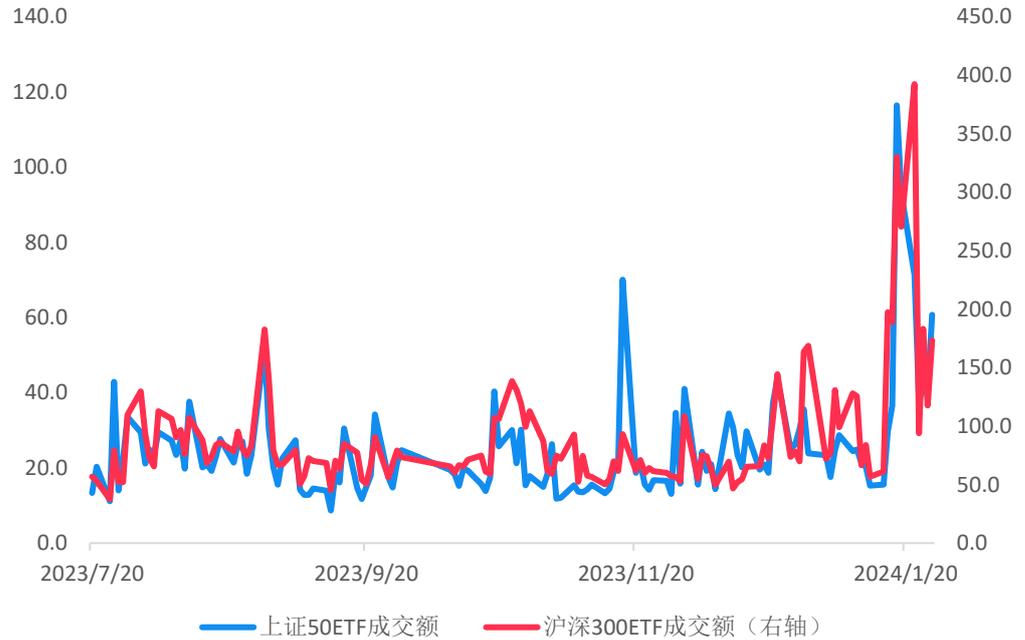
图 3: 中信一级行业指数周涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

总体来看, 本轮上涨逻辑是超跌反弹以及诸多政策的助推。上周一沪深 300 场内 ETF 成交总额大幅放量, 但国资托底未能扭转股市的颓势, 叠加雪球敲入消息发酵, 股市深度调整, 中证 1000 指数跌幅近 6%。周二, 尽管实际上场内 ETF 成交已有明显缩量, 但国常会要求采取有力有效措施稳资本市场, 同时资金托市的消息稳定了市场情绪, 小盘股超跌反弹。随后两天, 央企考核市值管理、央行降准、金管局发声支持房地产等一系列政策频出, 尽管政策力度相对有限, 但短期内政策叠加, 市场信心明显提振, 引发中字头央企等板块大涨。

图 4：沪深 300 和上证 50 场内 ETF 成交总额（亿元）



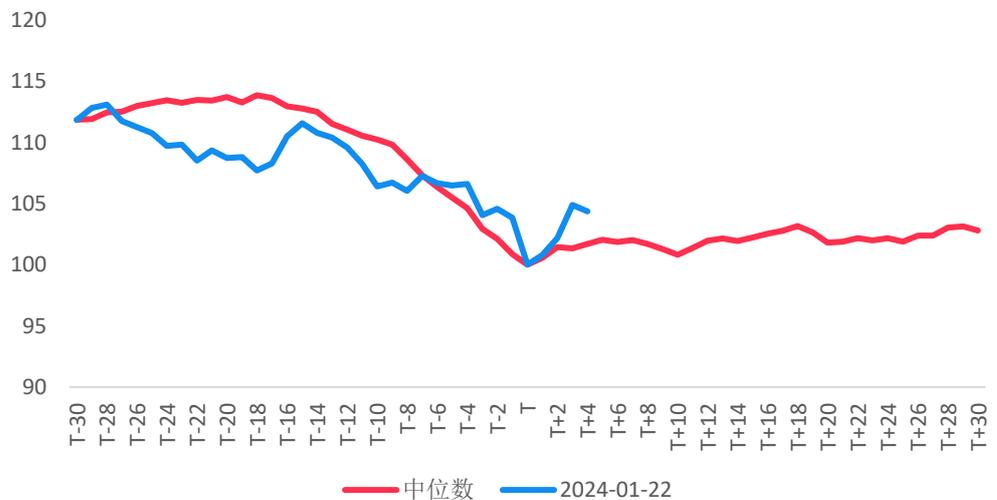
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

周一大跌后，万得全 A 近 15 日已累计下跌超 10%，已经积累较大的反弹动能。经统计，2010 年以来类似样本情况下，股市短期见底的概率较大，后续涨幅最高可能超 3%，而近期万得全 A 涨幅已超 4%，短期内超跌后上涨的空间已经不大。

同时，万得全 A 本次上涨日成交额均不足万亿，并未明显放量，上涨期间成交额过去一年分位数低于 35%，历史上看缩量上涨往往反映后续动能不足，市场分歧较小，短期看窄幅震荡的概率更大。由于大的格局不变，当前防守反击仍是主线。

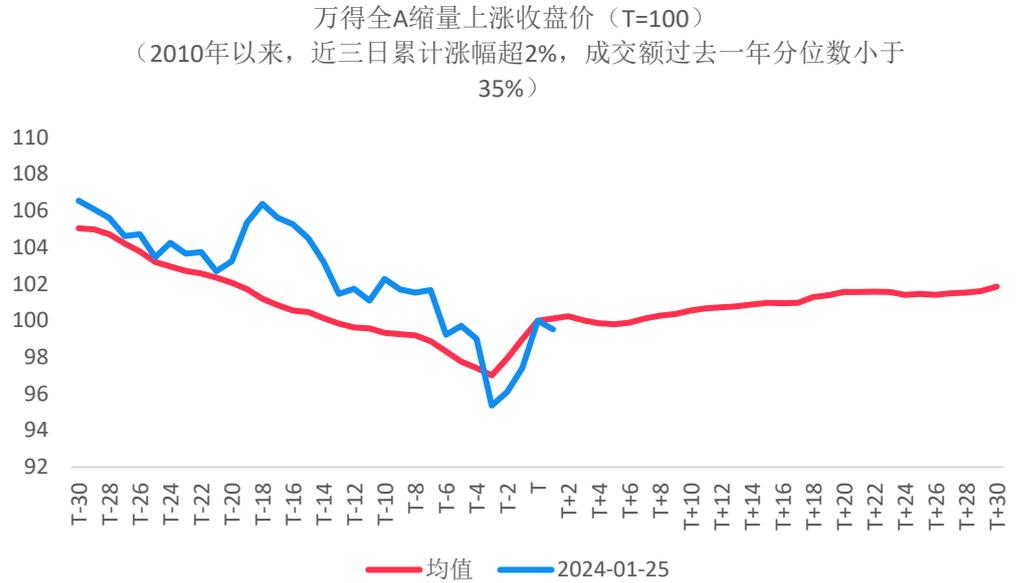
图 5：连续下跌（%）

万得全A连续下跌收盘价（T=100）  
（2010年以来，剔除15-16年，15日累计跌幅超10%）



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 6: 缩量上涨 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

## 2 关注海外波动

近期美国公布多项经济数据, 零售、PMI、四季度 GDP 增速均超预期, 但同时 PCE 不及预期, 引发市场预期大幅波动。目前市场博弈仍相对激烈, 降息预期先降温后升温, 截至 1 月 26 日, CME 隐含 2024 年降息预期仍为 6 次, 但已经普遍将首次降息时间由 3 月推迟至 5 月。

图 7: 1 月 22 日美联储降息预期 (%)

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	97.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	46.2%	52.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	33.1%	50.9%	15.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	31.8%	50.2%	16.7%	0.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	27.7%	47.8%	21.1%	2.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.5%	25.0%	45.8%	23.8%	4.6%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	15.2%	37.4%	32.6%	12.3%	2.0%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.2%	12.2%	33.0%	33.6%	16.3%	4.1%	0.5%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 首创证券研究发展部

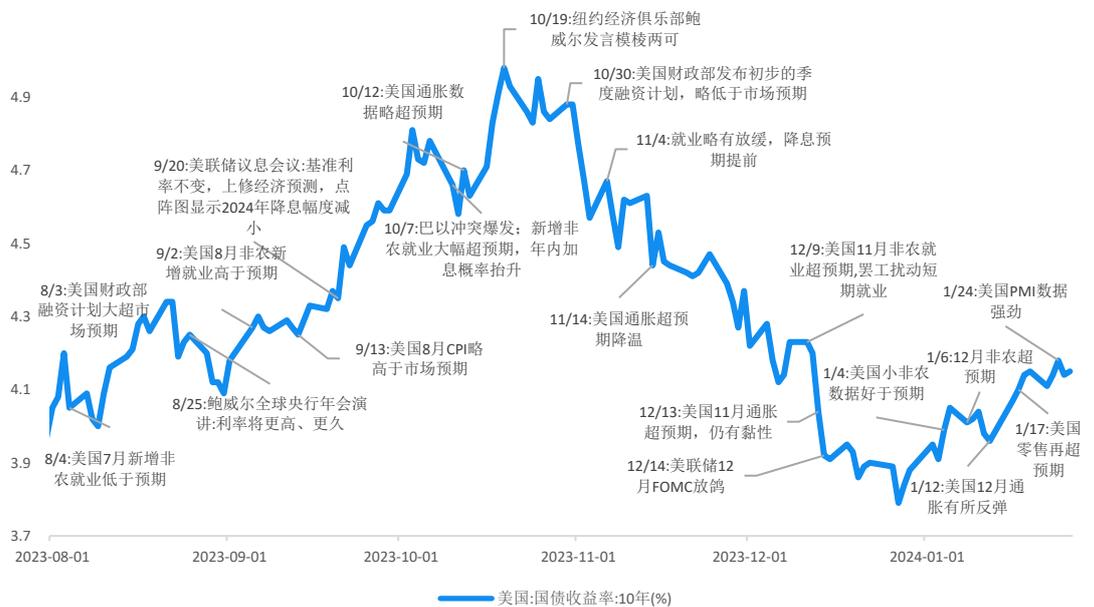
图 8：1 月 26 日美联储降息预期 (%)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	96.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	46.2%	52.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	36.0%	50.9%	11.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	34.6%	50.3%	13.5%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	30.2%	48.3%	18.4%	2.2%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.8%	27.3%	46.5%	21.3%	3.8%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.5%	16.1%	38.4%	32.0%	11.2%	1.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.4%	13.0%	34.0%	33.2%	15.3%	3.6%	0.4%	0.0%	0.0%

资料来源：CME, 首创证券研究发展部

复盘 2023 年 9 月以来美债走势，美债基本跟随经济相关数据波动，且往往有一定超调。2023 年 9 月后美国经济屡次超预期，叠加财政供给压力，美债收益率迅速冲高。而 2023 年 10 月后经济数据降温叠加美联储放鸽，美债收益率又快速下行至低位。目前美债收益率基本回到 2023 年 12 月 FOMC 会议前的点位，反映提前降息预期基本落空。

图 9：近期美债走势复盘 (%)

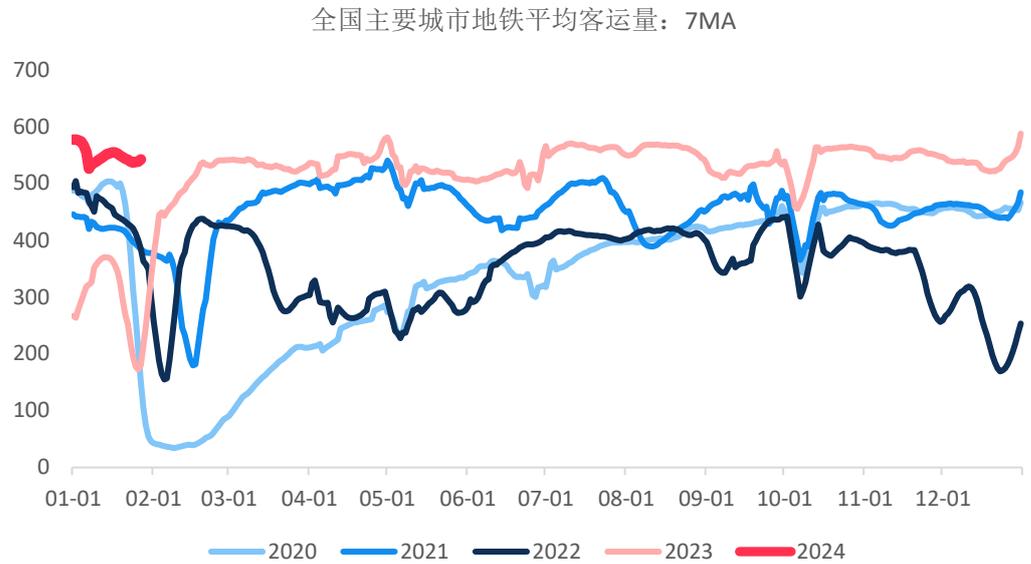


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

### 3 国内经济延续低位

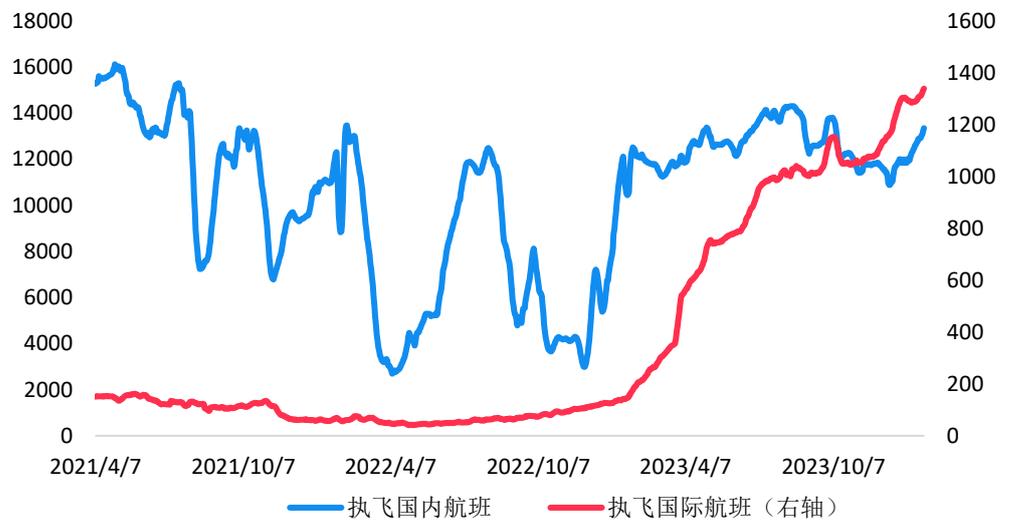
上周是数据空窗期，经济高频数据整体波动不大，居民出行方面，地铁客运量相对平稳，国内外航班执飞量均有所上升。开年以来，30 大中城市商品房成交面积持续低迷。临近春节，工业产需均维持低位平稳，石油沥青装置开工率小幅回升，高炉开工率较上周持平，螺纹钢持续库存持续上升，表观需求量下滑，整体基本符合季节性。

图 10：全国主要城市地铁平均客流量 7MA（万人次）



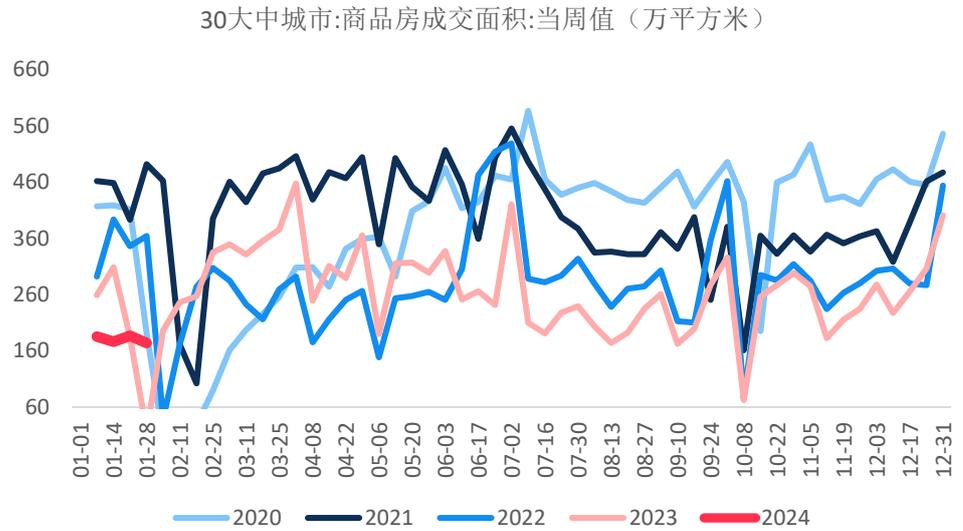
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11：国内国际航班执飞量（架次）



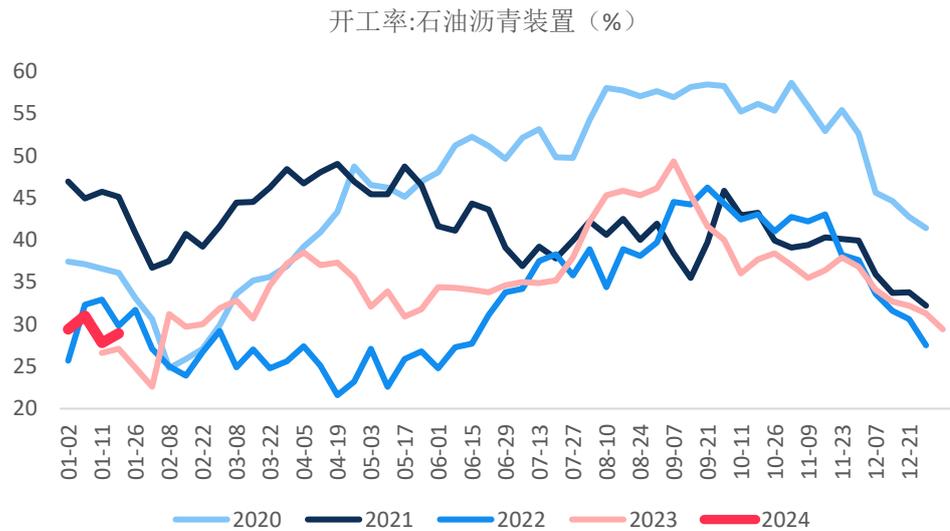
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 30 大中城市:商品房成交面积:当周值 (万平方米)



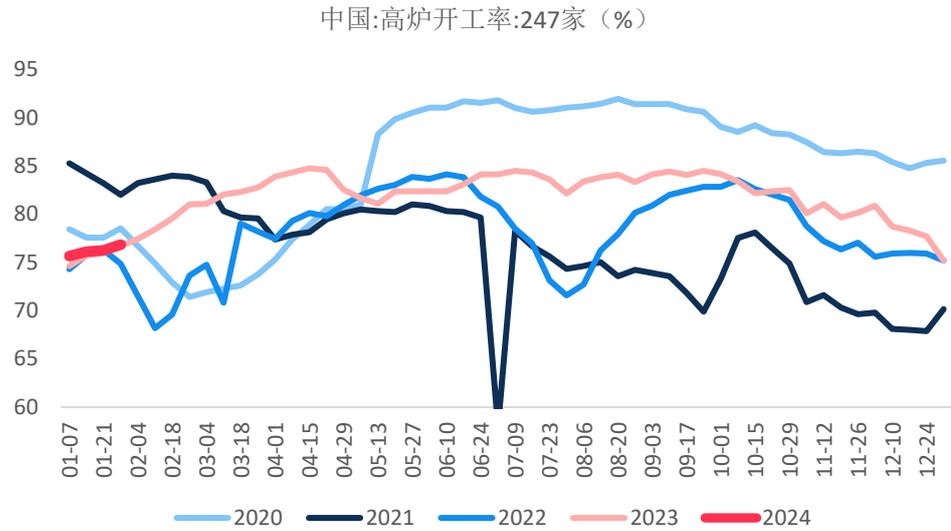
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 开工率:石油沥青装置 (%)



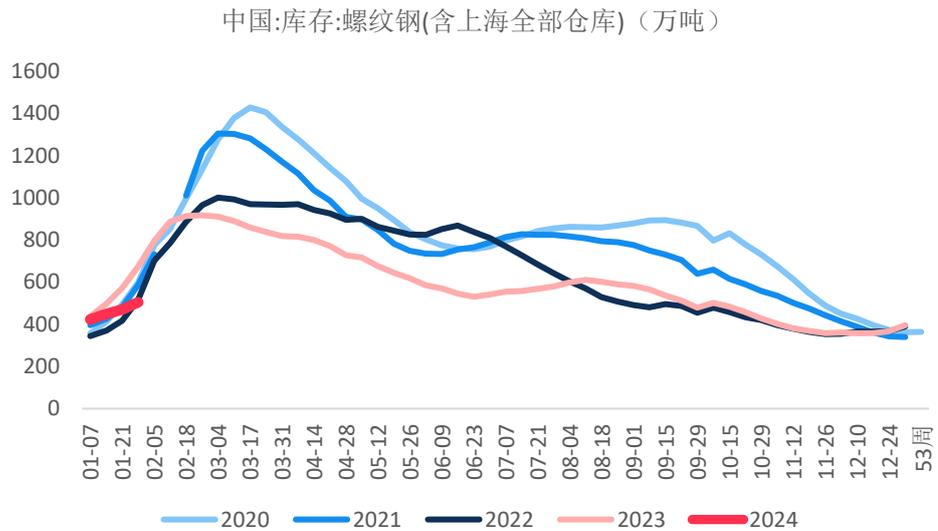
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 高炉开工率 (247 家) 全国 (%)



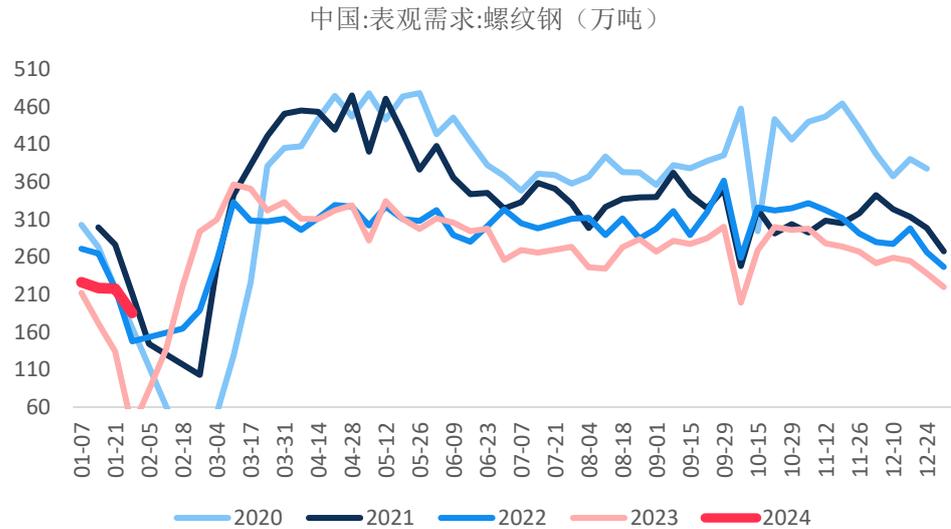
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 中国:库存:螺纹钢(含上海全部仓库) (万吨)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 16: 螺纹钢表观需求量 (万吨)

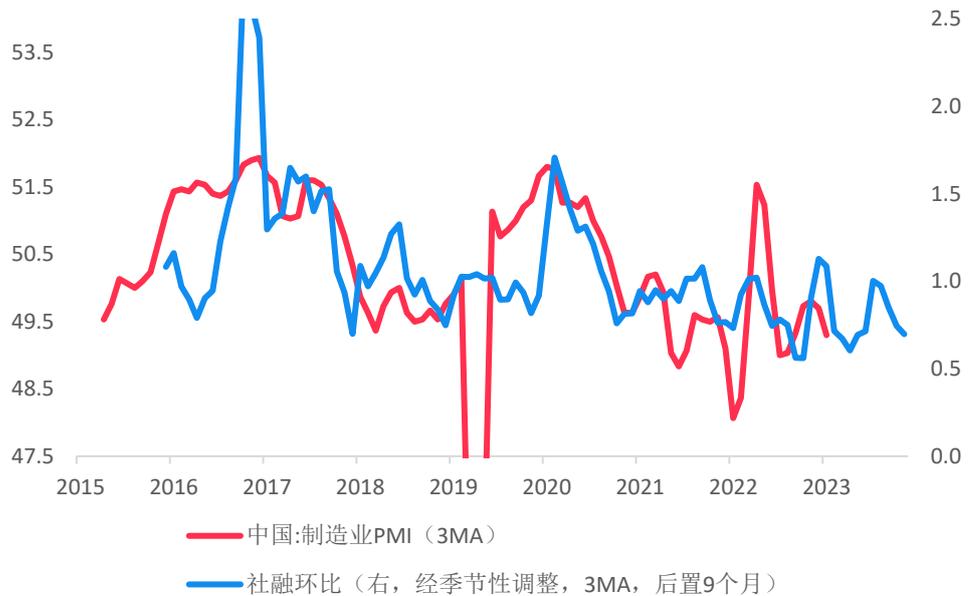


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

## 4 后市展望

往后看, 经济在 3-4 月之后可能在边际上好转, 在政策没有明显转向之前, 经济的整体走势预计不会有大的变化。市场在短期快速下跌的背景下迎来明显的反弹, 指数反弹的幅度与历次反弹的幅度接近, 如果没有大的政策变化, 短期向上空间有限。建议先兑现利好, 再观望。防守反击仍是主基调。

图 17: 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