

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

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：顺势而为
- 宏观经济周报：超跌反弹，格局不变
- 降准点评：期待降准之后

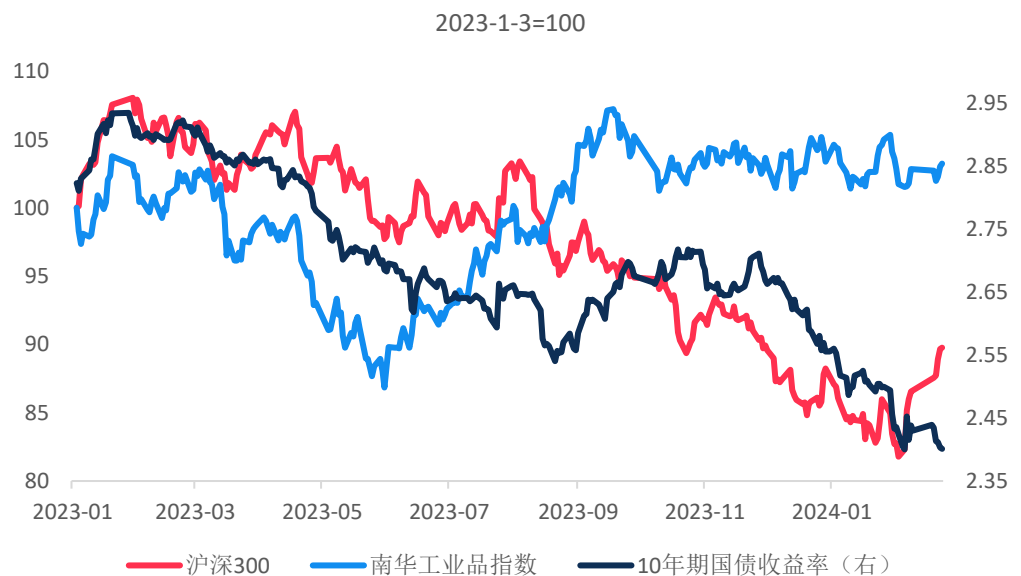
- 春节假期后市场延续强势，股债双牛，商品整体震荡。上证指数八连阳，并于上周五重返 3000 点。近期在政策的主导下，证监会“换帅”叠加增量资金入市，股市情绪明显高涨。上周万得全 A、上证指数和沪深 300 分别累计上涨 5.2%、4.8%和 3.7%。在国外 AI 新模型问世的利好催化下，TMT 板块走强，小盘股超跌后反弹动能更强，国证 2000 累计涨幅超 8%。LPR 超预期非对称降息，经济基本面延续弱势叠加节后资金面宽松，节后债市表现依旧强势，10 年国债活跃券收益率上周累计下行超 3.6BP。
- 今年以来，增量资金多次入市，且加仓时机主要集中于股市低点。2 月 5 日股市再创新低，当日场内 ETF 成交额大幅增加，同时在 2 月 7 日再度放量，稳定节前股市情绪。而节后的上周增量资金可能在陆续退出，股市的连续大涨可能更多源于自发效应。今年以来，A 股核心指数中，大盘股相对小盘股明显表现更优，可能反映资金侧重对大盘股的支持，尤其是红利指数韧性较强，今年累计上涨 12.8%。
- 参考历史，上证指数 8 连涨的样本较少，2000 年以来仅有 15 次，大多短期会有一定回撤。由于样本大多发生在前期已有明显上涨的牛市中，因此，整体均值走势来看，后续仍有 8%的上涨空间。而本次上涨期开启之前股市明显超跌，与之类似的样本较少，仅有三次，短期内后续整体呈震荡走势。
- 尽管 LPR 超预期非对称降息，但整体经济基本面仍处弱势，市场并未明显交易宽信用预期，更为反映债券相对贷款的比价效应。节后流动性宽松延续，同时降息预期仍在，节后债市表现依旧强势，同时整体短端表现更优，10 年与 1 年期国债期限利差明显缩窄。
- 1 月数据显示整体经济基本面仍处弱势，PMI 略有企稳，金融偏强但市场对其持续性有所怀疑，物价偏弱，2 月高频数据显示经济延续平稳。地铁客运量基本恢复至春节前，国内外航班执飞量春节假期期间明显冲高后，目前基本维持高位震荡。然而，房地产销售依然不振。节后复工进度相对缓慢，石油沥青装置开工率仅小幅回升，高炉开工率延续下行，螺纹钢持续库存持续上升，表观需求量下滑。
- 根据社融领先的规律，经济可能在短期内平稳，经济的明显好转仍然需要等待政策的变化，4 月政治局会议是关键时点。由于利空因素在之前得到明显释放，加上政策强势，两会在即，短期市场再度大幅下跌的风险不大。本轮反弹与政策高度相关，上证已回到 3000 点，政策大幅加码的概率不高；经济基本面仍处弱势，市场大幅上涨的可能性也不大。策略上可以先止盈，观望并等待下次机会。
- 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 股债双牛，市场情绪高涨

春节假期后市场延续强势，股债双牛，商品整体震荡。上证指数八连阳，并于上周五重返 3000 点。近期在政策的主导下，证监会“换帅”叠加增量资金入市，股市情绪明显高涨。上周万得全 A、上证指数和沪深 300 分别累计上涨 5.2%、4.8% 和 3.7%。在国外 AI 新模型问世的利好催化下，TMT 板块走强，小盘股超跌后反弹动能更强，国证 2000 累计涨幅超 8%。

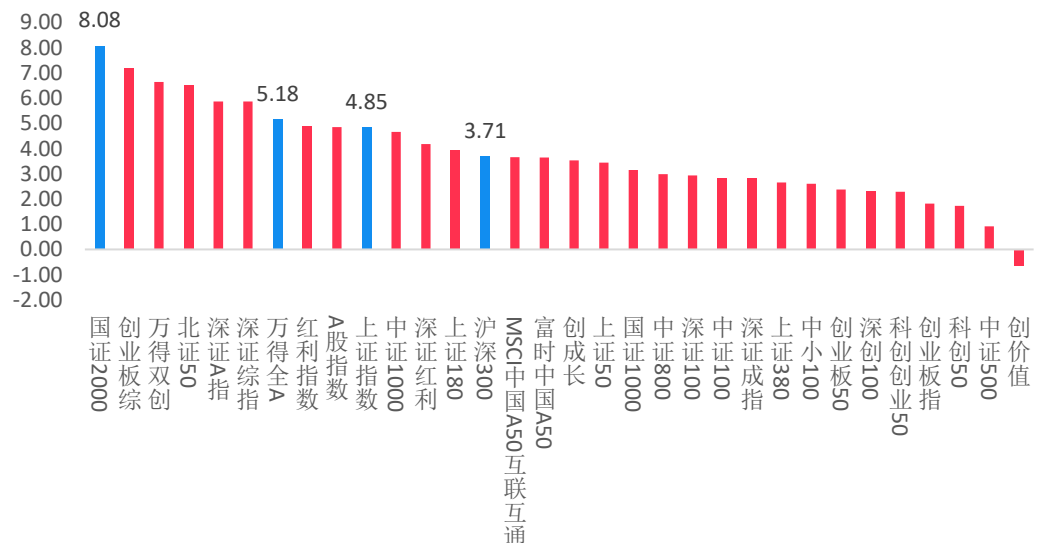
LPR 超预期非对称降息，经济基本面延续弱势叠加节后资金面宽松，节后债市表现依旧强势，10 年国债活跃券收益率上周累计下行超 3.6BP。

图 1：股债商走势（右轴单位%）



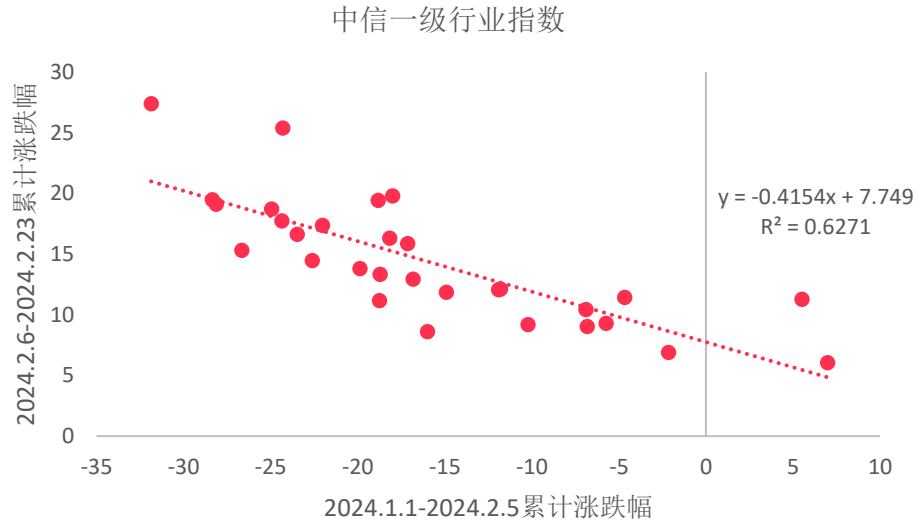
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

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

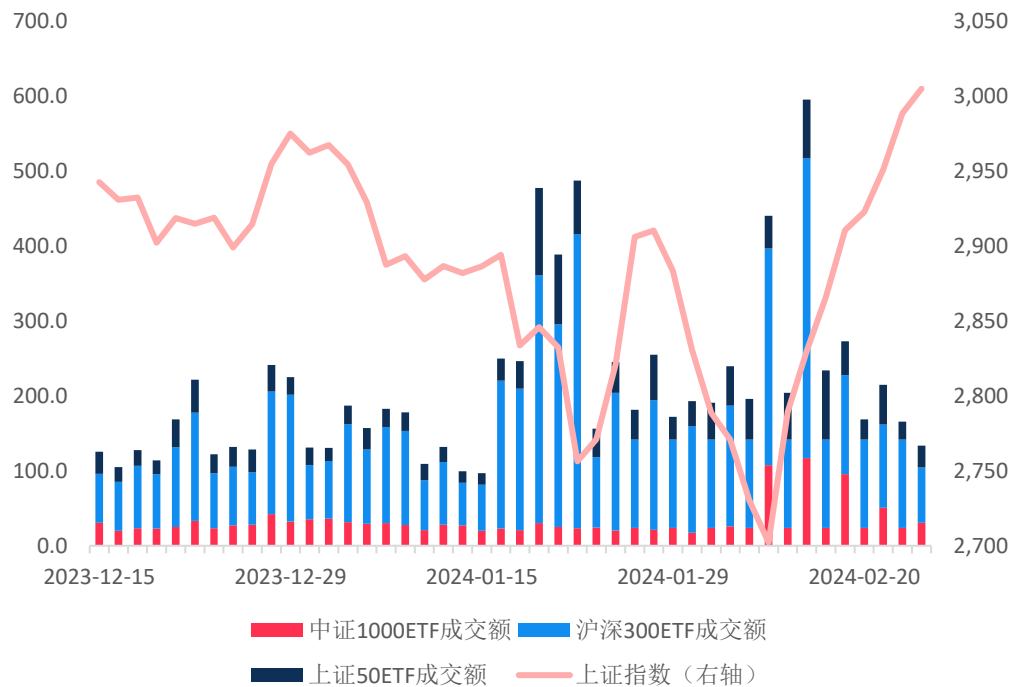
图 3: 今年各板块走势符合超跌反弹规律 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

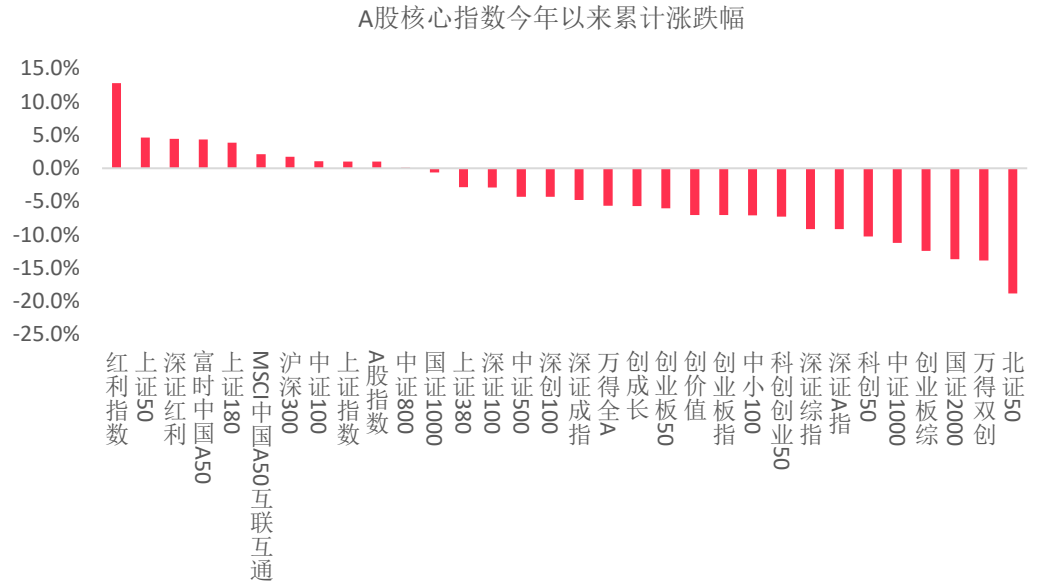
今年以来, 增量资金多次入市, 且加仓时机主要集中于股市低点。2月5日股市再创新低, 当日场内ETF成交额大幅增加, 同时在2月7日再度放量, 稳定节前股市情绪。而节后的上周增量资金可能在陆续退出, 股市的连续大涨可能更多源于自发效应。今年以来, A股核心指数中, 大盘股相对小盘股明显表现更优, 可能反映资金侧重对大盘股的支持, 尤其是红利指数韧性较强, 今年累计上涨12.8%。

图 4: 主要指数场内ETF成交额(亿元)和上证指数



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

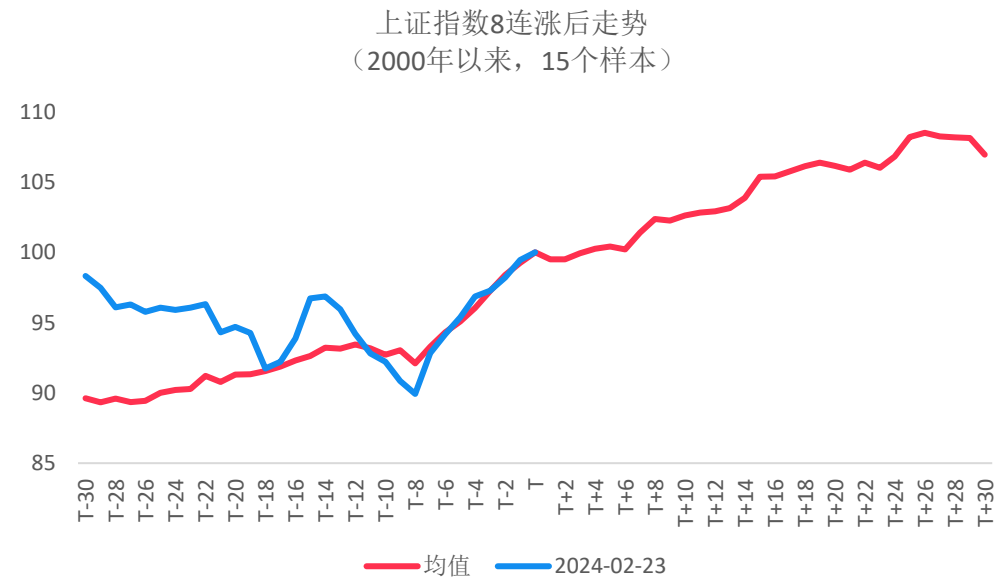
图 5: A 股核心指数今年以来累计涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

参考历史, 上证指数 8 连涨的样本较少, 2000 年以来仅有 15 次, 大多短期会有一些回撤。由于样本大多发生在前期已有明显上涨的牛市中, 因此, 整体均值走势来看, 后续仍有 8% 的上涨空间。而本次上涨期开启之前股市明显超跌, 与之类似的样本较少, 仅有三次, 短期内后续整体呈震荡走势。

图 6: 上证指数 8 连涨后走势 (T0=100)



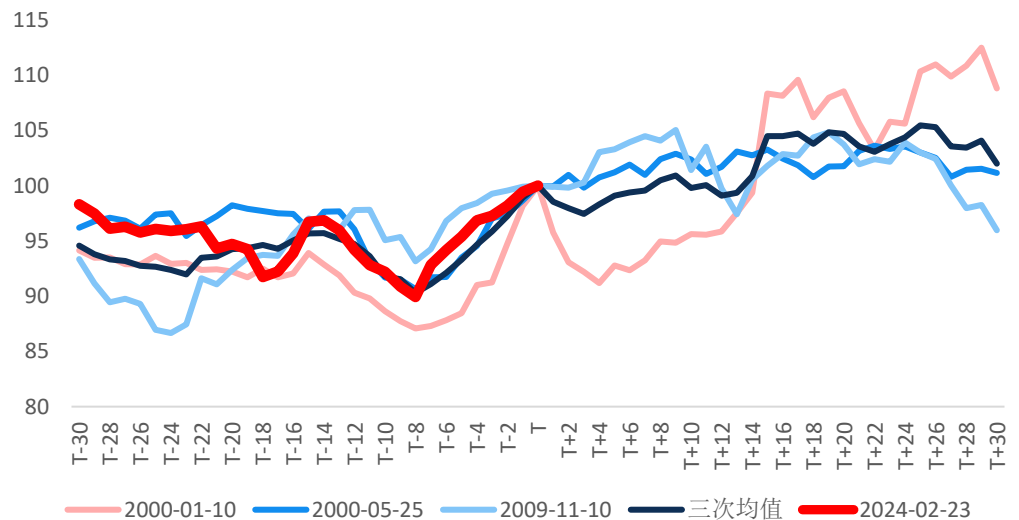
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 7：上证指数 8 连涨后走势

连涨天数	后7日表现	后30日表现	未来一个月最大回撤	
2000-01-10	8	-6.8%	8.8%	-8.8%
2000-05-25	8	1.0%	1.2%	-0.2%
2000-08-03	8	2.0%	-2.8%	-0.5%
2006-11-23	8	4.8%	36.1%	-1.1%
2006-12-20	8	12.7%	10.1%	-1.3%
2007-03-28	9	4.7%	25.6%	0.0%
2007-04-11	9	2.5%	16.0%	-1.3%
2009-11-10	8	4.5%	-4.0%	-0.2%
2012-02-28	8	-1.3%	-3.8%	-8.1%
2013-02-06	8	-4.9%	-5.5%	-8.0%
2014-10-09	8	-1.4%	2.6%	-4.1%
2015-03-20	10	3.6%	18.8%	0.0%
2018-01-09	11	1.8%	-3.6%	-8.3%
2020-07-09	8	-4.0%	-2.5%	-7.4%
2024-02-23	8			

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

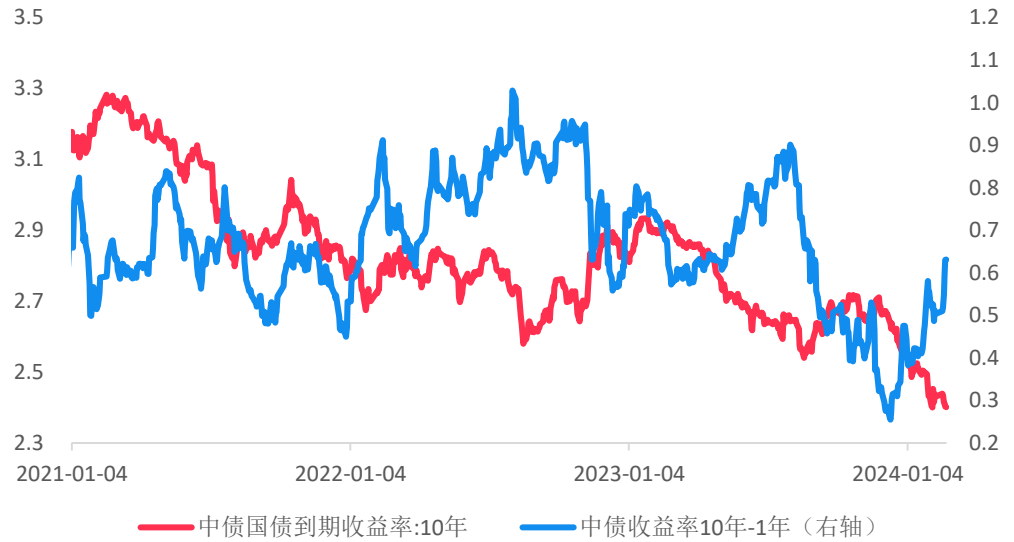
图 8：上证指数 8 连涨后走势 (T0=100)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

尽管 LPR 超预期非对称降息，但整体经济基本面仍处弱势，市场并未明显交易宽信用预期，更为反映债券相对贷款的比价效应。节后流动性宽松延续，同时降息预期仍在，节后债市表现依旧强势，同时整体短端表现更优，10 年与 1 年期国债期限利差明显缩窄。

图 9：债市期限利差扩大（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 国内经济延续低位

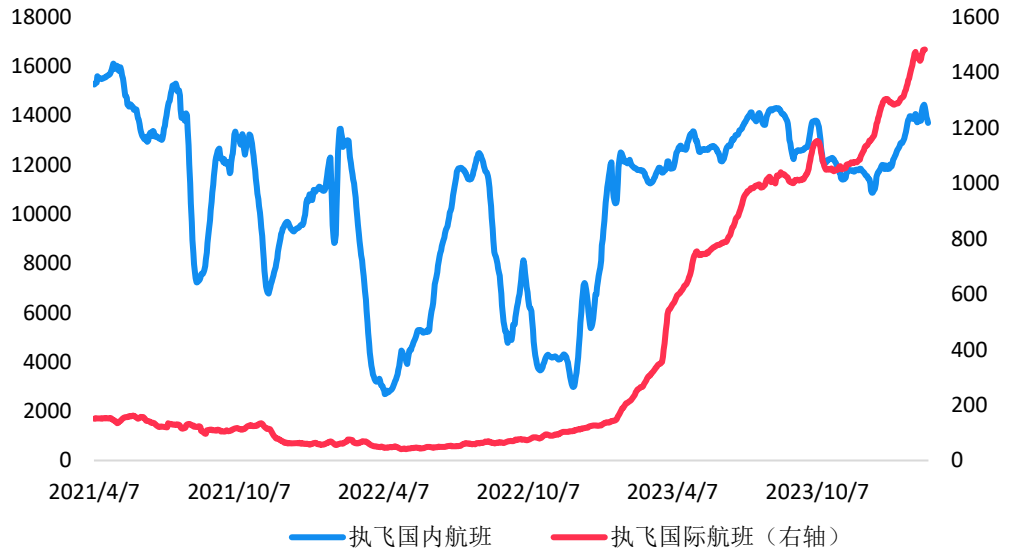
1 月数据显示整体经济基本面仍处弱势，PMI 略有企稳，金融偏强但市场对其持续性有所怀疑，物价偏弱。2 月高频数据来看，经济延续平稳。居民出行方面，地铁客流量基本恢复至春节前，国内外航班执飞量春节假期期间明显冲高后，目前基本维持高位震荡。然而，房地产销售依然不振，30 大中城市商品房成交面积持续低迷，一二三线城市周度累计同比分别为-36.95%、-36.75%和-42.46%。节后复工进度整体相对缓慢，石油沥青装置开工率仅小幅回升，高炉开工率延续下行，螺纹钢持续库存持续上升，表观需求量下滑。

图 10：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

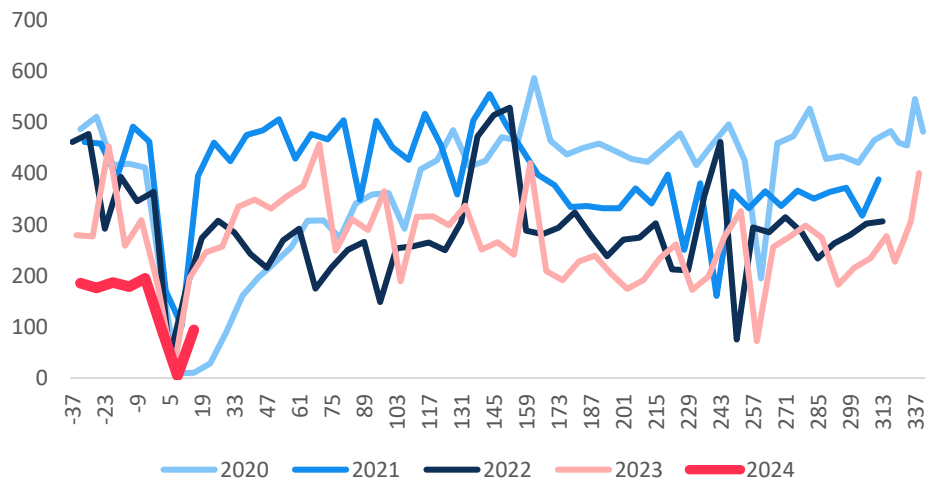
图 11: 国内国际航班执飞量 (架次)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

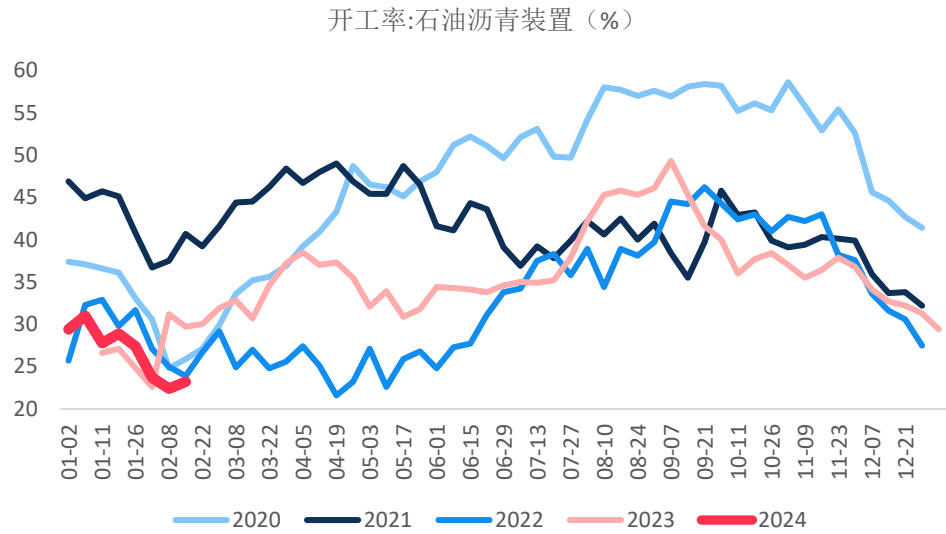
图 12: 30 大中城市: 商品房成交面积: 当周值 (万平方米)

30 大中城市: 商品房成交面积: 当周值 (万平方米, 按春节对齐)



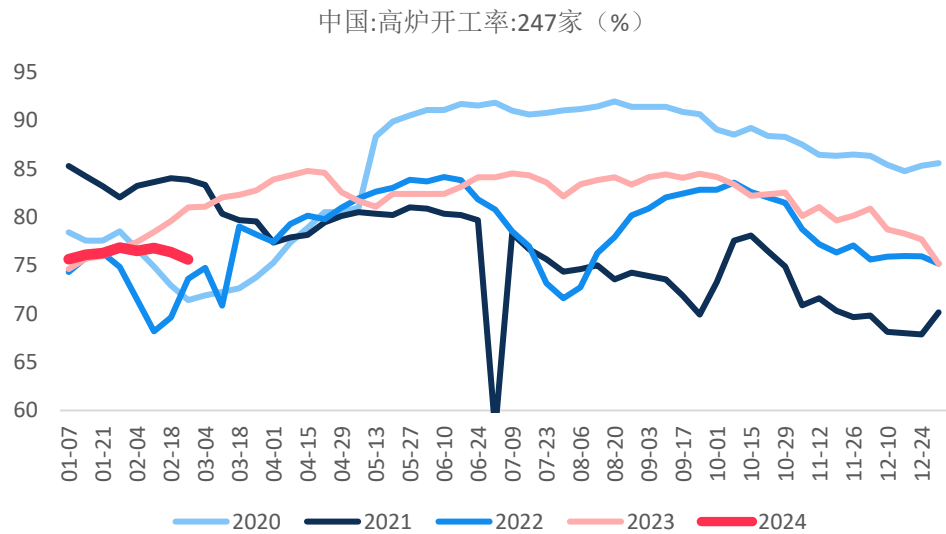
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 开工率:石油沥青装置 (%)



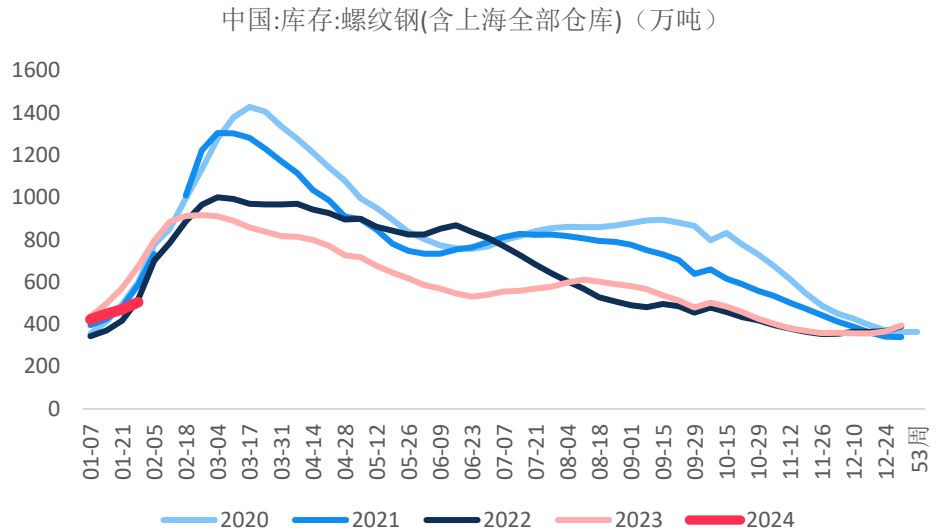
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 高炉开工率 (247 家) 全国 (%)



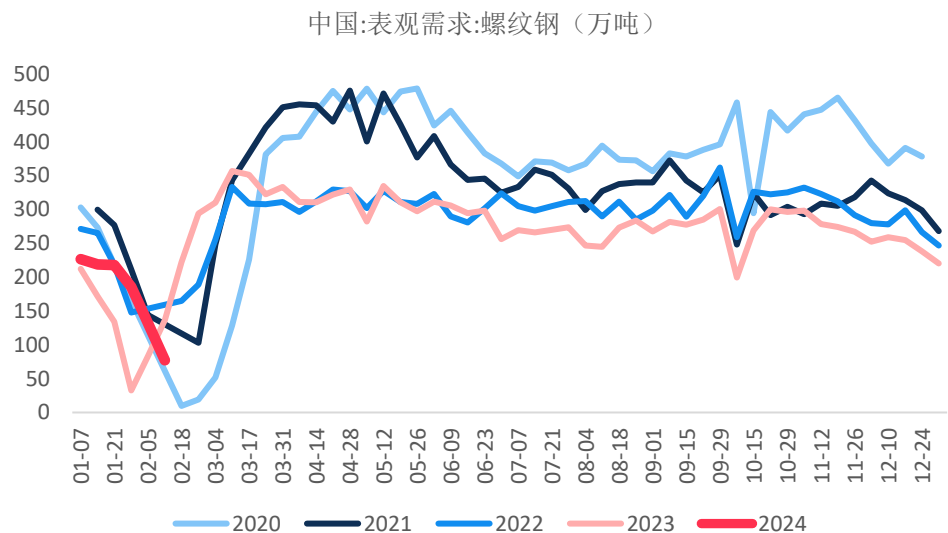
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

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)



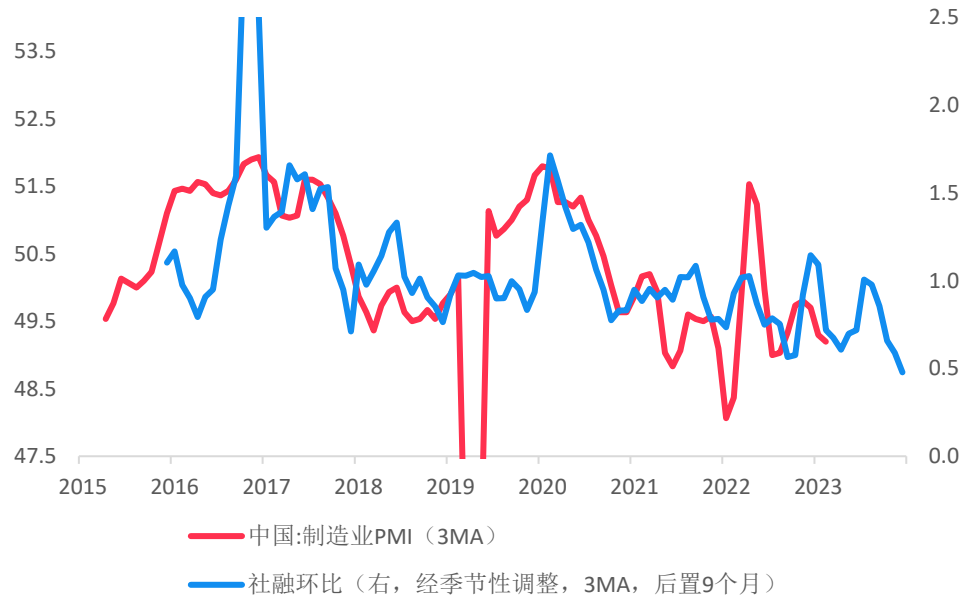
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

根据社融领先的规律, 经济可能在短期内平稳。然而, 经济的明显好转仍然需要等待政策的变化, 4月政治局会议是关键时点。

由于利空因素在之前得到明显释放, 加上政策强势, 两会在即, 短期市场再度大幅下跌的风险不大。本轮反弹与政策高度相关, 上证已回到 3000 点, 政策大幅加码的概率不高; 经济基本面仍处弱势, 市场大幅上涨的可能性也不大。策略上, 可以先止盈, 观望并等待下次机会。

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

4 两会前瞻

1. 重点关注的内容

两会期间会发布 2024 年政府工作报告和财政预算报告，报告的内容包含一些重要的经济目标数字和关键的政策信息。目标设定方面，可以重点关注 GDP 增速、消费者物价指数、失业率、财政赤字率、地方政府专项债以及特别国债等内容；政策安排方面，可以重点关注房地产行业纾困、地方隐形债务化解、产业政策导向、区域政策协调、经济改革重点领域以及投资消费提振等方面。

2. 关注 GDP 目标

中性预期 2024 年 GDP 增速设定可能在 5% 左右。一方面，根据过去两年各项主要宏观经济指标的表现以及近期的经济运行情况，我们判断 5% 左右的 GDP 同比增速，可能是一个合适的目标；另一方面，结合地方两会各省市设定的 GDP 增速目标，全国层面加总的 GDP 增速可能在 5% 左右。同时需要指出的是，要达到 GDP 5% 的增速目标需要付出很大的努力，特别是在内需仍有待提振的时候，政策要有足够的力度。

3. 关注科技创新

科技创新是近年来中央经济工作频繁提及的“建设现代化产业体系”的重要内容，特别是 2024 年 1 月 31 日习近平总书记在中共中央政治局第十一次集体学习中，系统提出“新质生产力”概念之后，科技创新在经济工作中的地位进一步凸显。

通过梳理“新质生产力”提出的过程和中央经济工作的有关部署，可以重点关注以下方面：（1）战略性新兴产业，新能源、新材料、先进制造、电子信息、人工智能、生物制造、商业航天、低空经济等；（2）未来产业新赛道，包括开辟量子、生命科学等未来产业新赛道；（3）传统产业转型升级，应用数智技术、绿色技术加快落后产业

和产能的升级换代。

4. 关注扩大内需

政策主要着力点可能有两个方面。其一，稳定和扩大传统消费，包括提振新能源汽车、电子产品等大宗消费，2月23日习近平总书记主持召开中央财经委员会第四次会议，“研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题”，也是这一思路的延续。其二，培育壮大新型消费，包括发展数字消费、绿色消费、健康消费，培育智能家居、文旅旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。大家体会较深和关注较多的可能是各地五彩缤纷的文娱旅游。

除了消费，投资也是扩大需求的抓手，政策强调发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳，培育发展新动能，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设等。2023年中央经济工作会议明确指出“增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境”，因此，可以关注政策对上述内容的支持力度。

5. 关注财政政策力度

中央要求2024年积极财政政策适度加力、提质增效，财政政策发力偏谨慎。原因也很好理解，财政收支大头是一般公共预算和政府性基金两本账，这两本账的收入部分都是经济顺周期的，经济承压收入自动减少，特别是政府性基金还叠加了房地产行业的影响。财政政策发力首先需要获得足够的收入，因此，我们认为可以关注财政赤字率和地方政府专项债发行规模。

财政政策发力的三个可能方向也是关注重点：一是基础设施建设，包括支持重大项目建设，推动形成实物工作量，充分发挥财政对经济的拉动作用。二是补充居民收入，包括优化调整税费政策，提高政策的精准性、针对性、有效性，加大均衡性转移支付力度，必要时可以考虑消费券等消费支持形式。三是化解地方隐性债务，消除经济增长风险。

6. 关注货币政策空间

货币政策还有进一步打开的空间，主要从两个方面考虑。

第一，从中性利率来看，当前的名义政策利率偏高。名义政策利率扣除物价之后得到实际利率仍然处于高位，而实际利率才是消费和投资决策的关键变量，偏高的实际利率将压制消费和投资的修复。

第二，从政策空间来看，参考国际经验，无论是以政策利率为代表的价格型货币政策，还是以准备金率为代表的数量型货币政策，我们的常规货币政策相比美国、欧洲、日本等经济体在疫情期间的操作，仍有进一步打开的空间。此外，除了常规货币政策以外，还有量化宽松等非常规货币政策作为政策储备工具。

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。

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。

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