

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

- 宏观经济周报：消费超预期，经济续修复
- 1月PMI数据点评：内需回暖，经济修复
- 四季度经济显韧性，关注后续修复程度

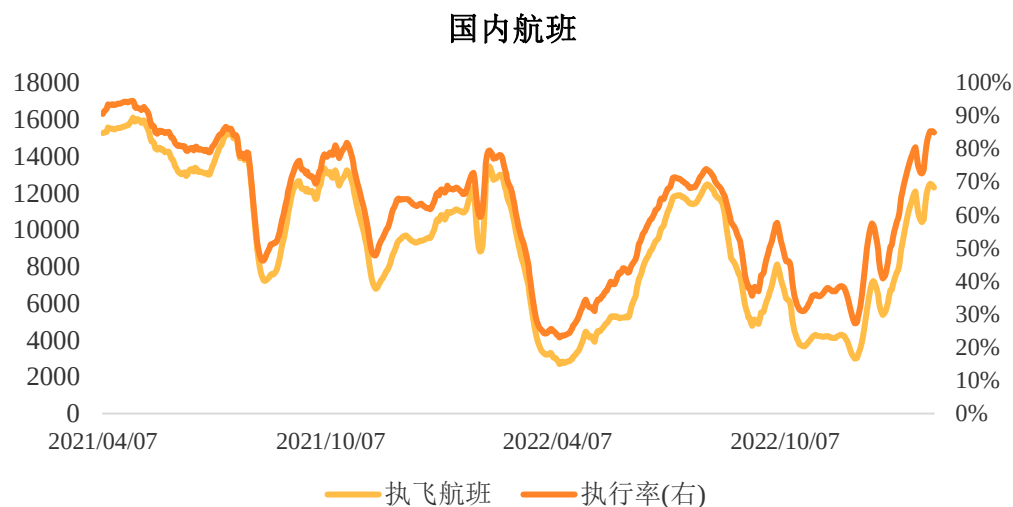
- 国内方面，疫情反复并未出现，春节假期消费修复超预期，高频数据显示，节后出行继续修复。国内航班量已修复至去年七八月的水平，地铁出行修复速度快于百城拥堵延时指数，侧面说明一二线城市的恢复速度较快。消费端的改善毋庸置疑，但生产端尚未出现明显好转，石油沥青装置开工率和全国主要钢厂螺纹钢开工率仍远低于季节性同期水平，可能是由于节后复工复产尚未完全恢复，建议持续跟踪生产端修复情况。
- 2023 年以来在消费的快速修复叠加资金面宽松、北向资金的大幅流入等多重积极因素下，股市明显上行。节后第一周万得全 A 累计上涨 0.92%，在新的低位震荡，距离 2022 年 7 月高点仅有不到 3% 的差距。债市整体走出利空出尽的走势，上周 10 年中债国债收益率累计下行约 4BP，配置盘逐渐入场。中期来看，收益率中枢仍处在缓慢上行的轨道，并随基本面变化而震荡。
- A 股本轮上行，北向资金的持续流入是一个重要原因。从趋势线来看，北向资金仅恢复至趋势线附近，并未出现明显超买。后续能否持续提供增量资金，或许才是 A 股动能强弱的标志。
- 从板块来看，大部分申万一级行业指数当前点位与 7 月高点仍有差距，仅有社会服务为代表的消费风格和传媒、计算机等成长风格出现了超涨。但可以看到，风格正从消费转向成长。市场对消费端修复的预期比较足，消费风格经过前期的暴涨，短期利好出尽的信号比较强。本轮上涨中，消费风格动能减弱，成长风格占优。尽管如此，成长风格距离 7 月高点的差距仍然最大，后续仍有一定的投资价值。
- 值得注意的是，全球 1 月制造业 PMI 也显示出经济触底反弹的迹象，特别是欧元区较为明显，全球衰退结束的时点可能比预期要早。欧洲股市这几月反弹明显，英国股市 2023 年 2 月 5 日已创新高，外部环境比之前预期要好，需持续关注。
- 往后看，市场对消费修复的预期已逐步兑现，未来的利好空间缩小。但房地产修复+政策刺激尚未证伪，市场仍有期待，因此仍有向上的空间。但如果房地产修复+政策刺激证实，则需要考虑利好兑现的操作。此外，海外衰退的结束时点需要关注，可能是上半年的某个时候，全球市场或许会有利空出尽的修复。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

1 国内经济继续恢复，消费强生产弱

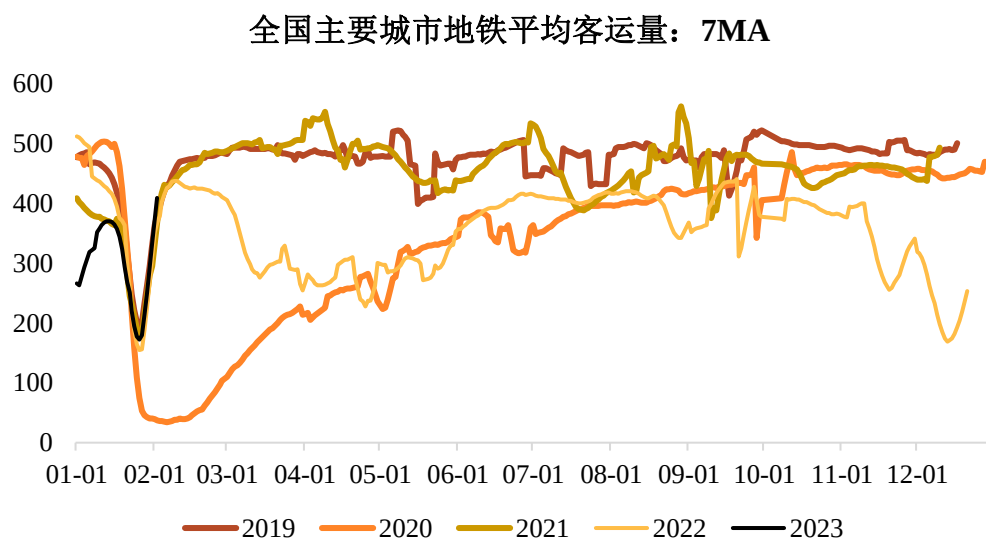
国内方面，疫情反复并未出现，春节假期消费修复超预期，高频数据显示，节后经济活动继续修复，出行活跃。国内航班量已修复至去年七八月的水平，且春节假期后继续走高，旅游出行或持续火爆。地铁出行修复速度快于百城拥堵延时指数，前者已高于1月高点，后者预计仍需1周时间才能恢复至1月中旬的水平，侧面说明一二线城市的恢复速度较快。

图 1：国内航班量快速回升至去年七八月的水平（左：班次）



资料来源：飞常准大数据,首创证券研究发展部

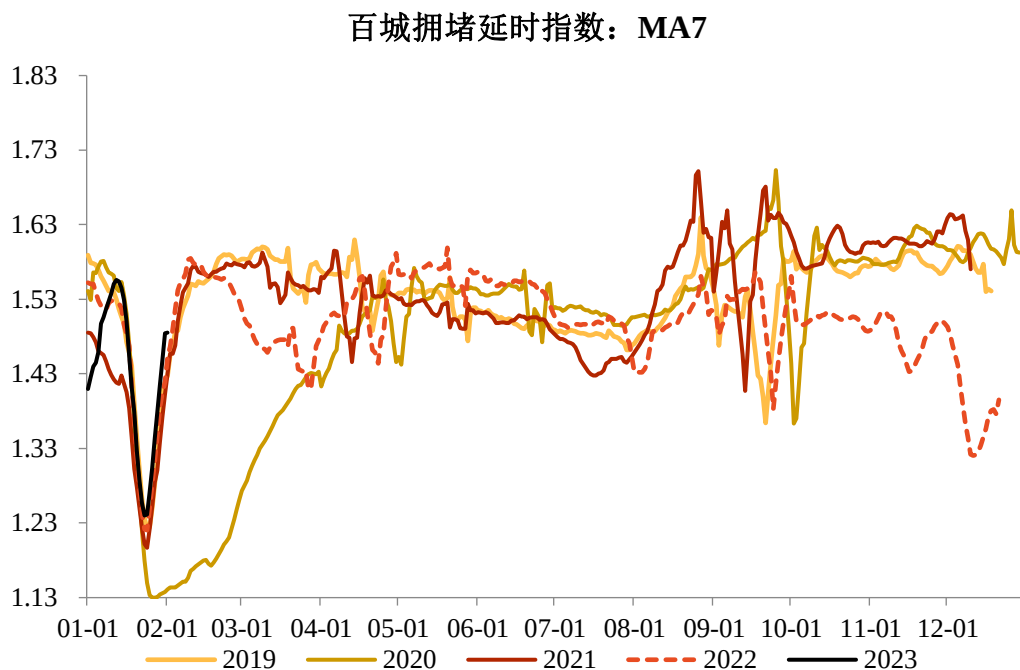
图 2：全国主要城市地铁平均客运量大幅反弹（万人次）



资料来源：Wind,首创证券研究发展部

注：经农历调整

图 3：百城拥堵指数反弹速度符合季节性

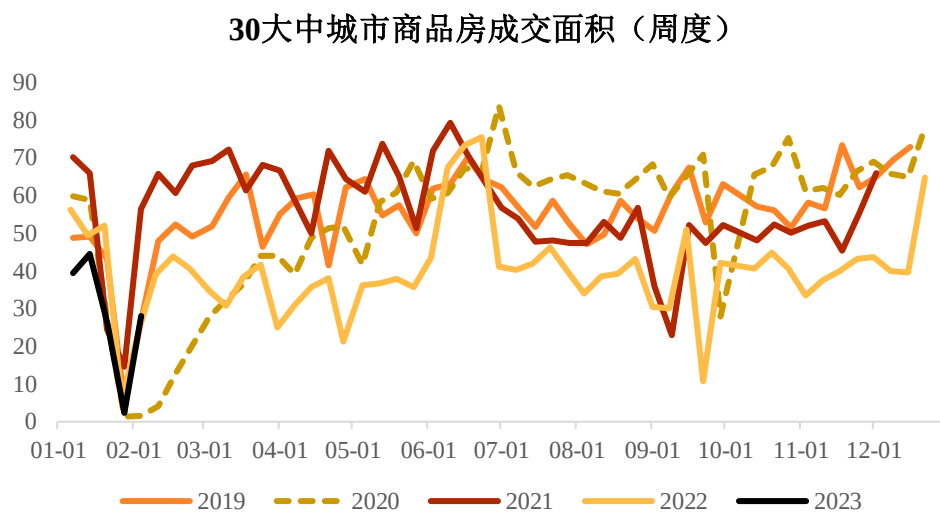


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：经农历调整

除此之外，房地产销售缓慢回暖，经农历调整后的房地产销售恢复速度基本与 2019 年同期相当，在政策暖风的持续催化下，后续地产销售、竣工、拿地、开工指标有望逐步企稳。

图 4：房地产销售缓慢回升（万平方米）

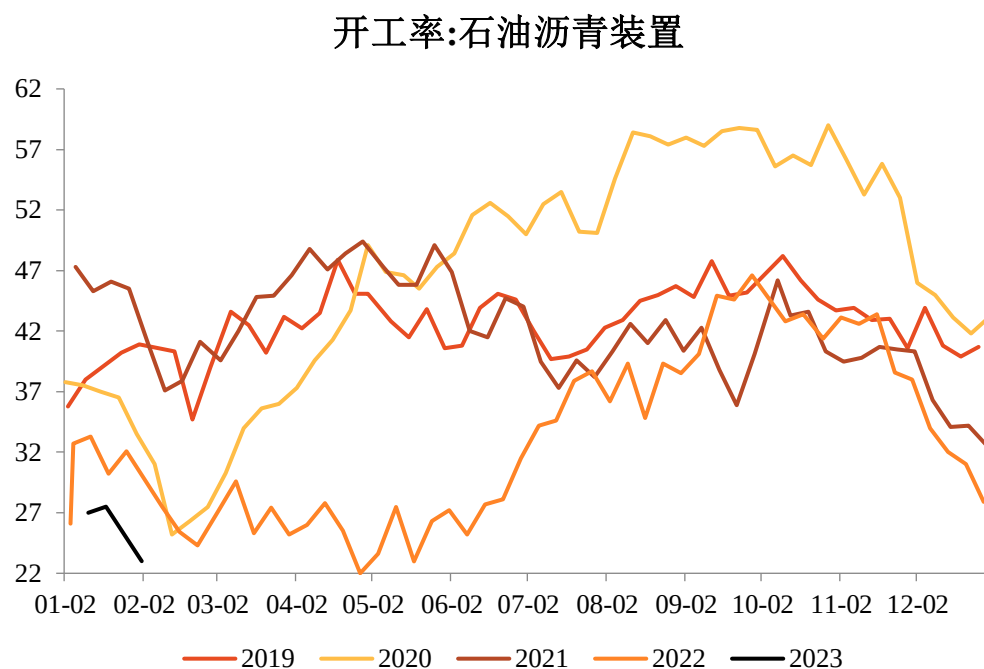


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：经农历调整

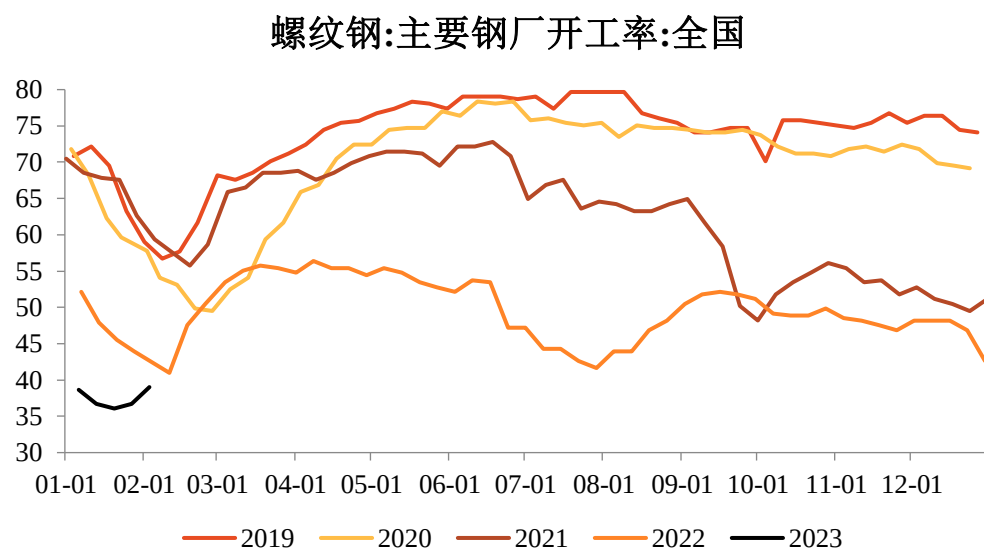
消费端的改善毋庸置疑，但生产端尚未出现明显好转，石油沥青装置开工率和全国主要钢厂螺纹钢开工率仍远低于季节性同期水平，可能是由于节后复工复产尚未完全恢复，建议持续跟踪生产端的修复情况。

图 5：开工率:石油沥青装置（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：螺纹钢:主要钢厂开工率:全国（%）

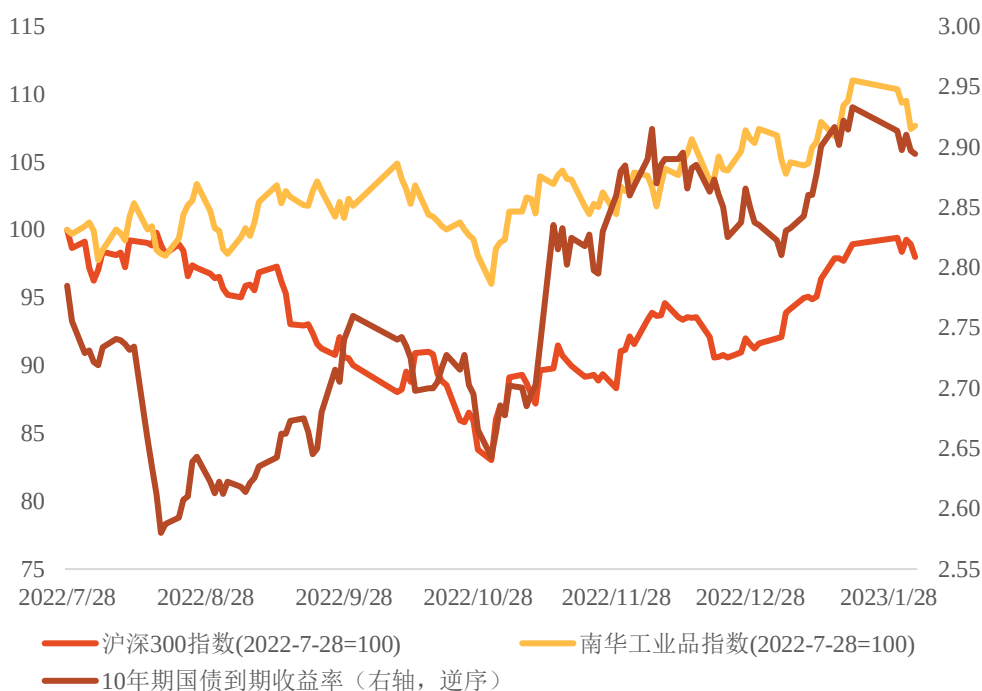


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 消费风格动能减弱，成长风格受青睐

2023 年以来在消费的快速修复叠加资金面宽松、北向资金的大幅流入等多重积极因素下，股市明显上行。节后第一周沪深 300 指数累计下跌 0.95%，但万得全 A 上周累计上涨 0.92%，在新的高位震荡，距离 2022 年 7 月高点仅有不到 3% 的差距。债市整体走出利空出尽的走势，上周 10 年中债国债收益率累计下行约 4BP，配置盘逐渐入场。中期来看，收益率中枢仍处在缓慢上行的轨道，并随基本面变化而震荡。

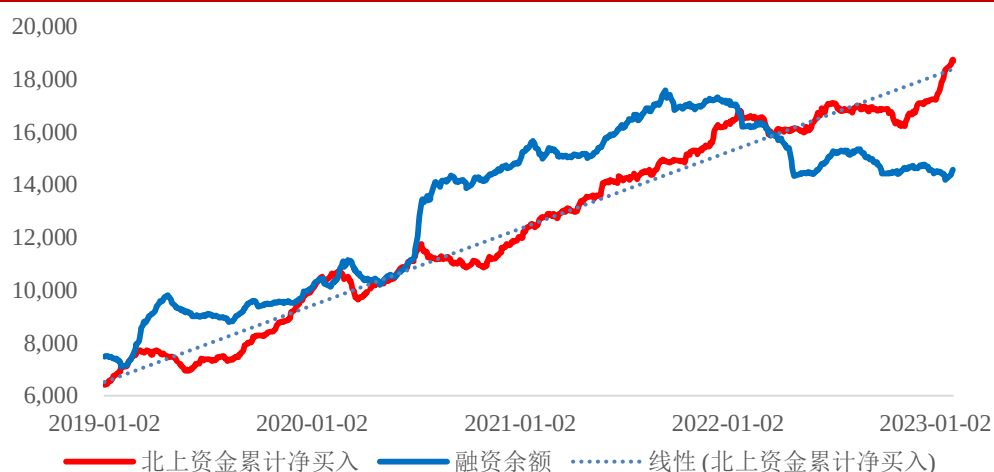
图 7：国内市场走势



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

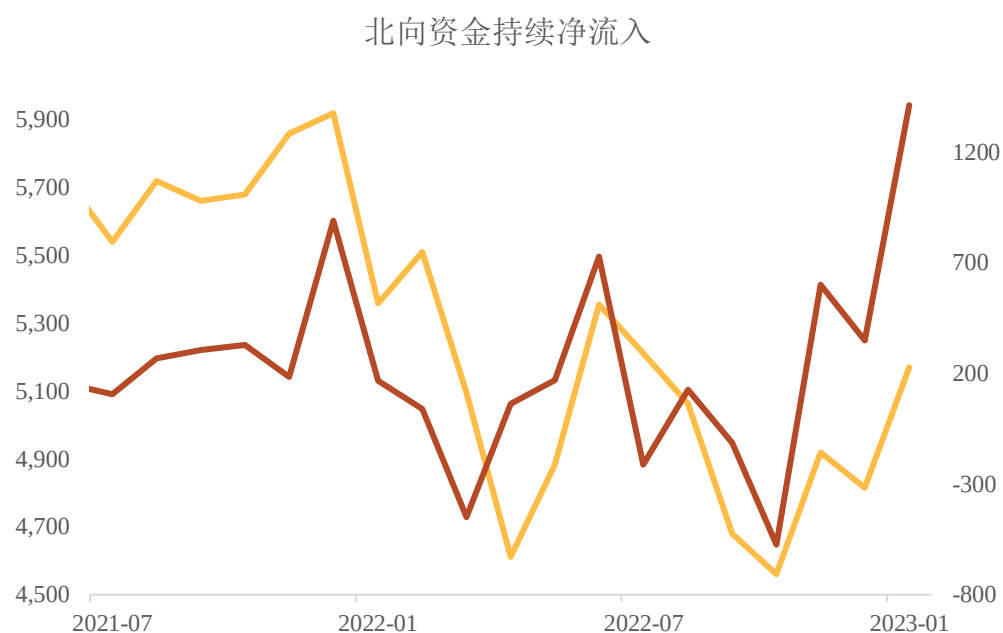
A 股本轮上行，北向资金的持续流入是一个重要原因，近期北向资金流入的速度有所变缓。从 2019 年以来的趋势线来看，北向资金仅恢复至趋势线附近，并未出现明显超买。后续能否持续提供增量资金，或许才是 A 股动能强弱的标志。

图 8：北向资金和融资余额（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 9：北向资金与 A 股涨跌关系（左：点；右：亿元）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52049

