

## 宏观与大类资产周报：殊途同归的 risk-on

### 报告要点：

#### 本周关注——

- 经济基本面已在逐步企稳，博弈政策效果的赔率不会太高。
- 在诸多政策中，货币政策的宽松空间应已比较有限。一般来说，货币政策是政策中对经济周期最为敏感的部分，在经济企稳的边界点，政策一般会继续稳增长，但货币政策可能会率先终止宽松（如 2012、2015、2020），这一次也可能同样如此，比如四部门的会议中，央行对货币政策基调的表述就不算宽松。
- 但基本面变稳的博弈应该没有问题，PMI 和工业企业利润都指向经济的边际恢复，且 PMI 的购进价格数据所隐含的是：7 月的 PPI 同比增长可能会勾回-4.3%，商品周期也开始变稳，从绝对价格来说，5 月末大宗商品指数已经开始反弹。
- 无论是相信政策还是相信基本面，risk-on 这个方向都看似合理，但我们看到国债收益率和 A 股指数在上了一个台阶之后，这周双双出现放缓的迹象。在这时，我们反而应该思考，市场的 risk-on 是否已经到了短期的极限。
- 当然，股市的另外一个支撑是央媒“让居民通过股票、基金等渠道也能赚到钱”的表述，这种表述在历史上确实罕见，此外，当前股市的上涨也确实存在流动性的基础，比如商业银行对非银金融机构的净债权的增长速度已经打到了六年以来的新高，但在资管新规和央行对资金空转、套利的管制之下，流动性对股票市场支撑的持续性有待观察。
- 玻璃价格的上涨和地产的竣工潮息息相关，从当前二者的相对位置看，玻璃价格后续可能还有偏快的上涨，但这更多与产业特征相关，和宏观上的商品周期关系不太大。
- 美国主权信用评级的下调不会出现太多长期且显著的影响，这一次与 2011 年那次主权评级的下调都发生在两党就美国债务上限是否上调一事争论不休之际，如果美元本位导致美国债务上限本身不是硬性约束的话，那评级下调也不会有关键性影响，那么，美债收益率因此而上涨的部分是难以维持的。
- 美国的就业并不是个非常值得琢磨的指标，从经验看，美国的就业高度顺周期且滞后，但目前关注就业的意义在于，市场会根据就业指标判断美联储的加息节奏，但即使意义在此，我们也建议多关注就业的边际表现，从当前看，无论是非农还是 ADP，其增长速度都是逐步放缓的，这比起数据是高于还是低于预期来说，无疑能给出更加稳定的判断。

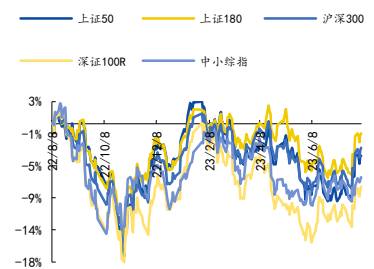
#### 核心观点——

- 宏观经济：国内宏观基本面在走平，投资者不必对经济过于悲观。
- 资产配置：总体还在混沌期。
- 利率债：10Y 国债收益率的向上和向下的空间都非常有限。建议关注 20~30 年超长期利率债。跟踪房地产销售情况。
- 权益市场：今年从基本面来讲，受 PPI 下行的影响，企业业绩大概率同比负增长，狭义社融流动性的增速也可能回落到 9% 附近。近期市场受情绪影响波动明显，投资者可以以交易为目的去参与，但要注意交易止损，毕竟价格

#### 主要数据：

上证综指：	3288.08
深圳成指：	11238.06
沪深 300：	4020.58
中小盘指：	4049.14
创业板指：	2263.37

#### 主要市场走势图



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

- 《行业比较(一)：行业认知》2023.08.04
- 《宏观与大类资产周报：风过无声》2023.07.30

#### 报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

---

最终还是要回归到基本面。

- 信用上仍建议重配城投，规避地产。

风险提示：宏观政策落地不及预期。

## 投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188