

我们重视的和我们忽视的：我们仍然走在货币宽松的大道上

报告要点：

● 这一轮大家都关注了疫后复苏，但没有关注外国的货币收紧所带来的不利影响：

1) 发达国家的鹰派加息的直接后果是：全球的货币增长因此而大幅下降，继而从金融属性的角度压制了大宗商品的价格；

2) PPI 的下滑尚未结束，后续 PPI 可能会下滑到-5%附近甚至更低的水平。

● 商品的预期差在这个时点显得非常重要，毕竟之前我们没有经历过这种内外政策的巨大背离：

1) 如果商品价格还会深跌的话，这种复苏就显得更加非主流，荣枯真正分水岭是名义增长率，虽然 GDP 往上抬，但价格也许还会扯着名义增长率往下走；

2) 今年的名义增长率也许不如去年 Q4，PPI 可能会拖累名义增长率 2.6% 左右，CPI 已经对名义增长率造成了 0.7% 的拖累，如果让今年的名义增长率与去年 Q4 持平的话，GDP 必须要升至 6.2% 或以上；

3) 在这种全球价格收缩的环境之下，今年的企业表现感受甚至可能不如去年。

● 当前的周期可能仍然在左侧，货币政策应该还在宽松的状态之内，后续降准和降息都可能看到：

1) 必须要知晓的事实是：去年面对着起起落落的经济增长，货币政策的表现非常冷静，在去年 Q2 和 Q4 因疫情而导致的经济短时衰退时，货币政策并没有相应放宽货币去对冲经济增长，因此，现在货币政策的位置和去年 Q3 的基本面是匹配的；

2) 如果今年的名义增长率还不如去年 Q4 的话，那应和去年 Q3 差得更远，这导致货币政策不但不会因为疫后复苏而收紧，反而可能会更坚定地走在宽松的道路上；

3) LPR 代表着资金成本，而名义增长率则代表着资金回报率，现如今，资金成本和收益之间已经略微倒挂。一旦后续名义增长率有更为明显的降幅，降息是一个必选项。

● 至于何时周期才能走到右侧，其必要条件是 PPI 需要终止下行，这不是个短期能完成的事情：

1) 经验上，在美欧中日四大经济体中，最少有两个经济体施行了明确的宽松政策，且各自的宽松至少维持一年时间，才有可能止住 PPI 下行的步伐；

2) PPI 的见底至少要等到今年临近年末之时，今年绝大部分的时间里，货币政策应还是宽松的。

● 今年的流动性是第一配置线索，剩余流动性是第二配置线索：

1) 所谓流动性是赌货币宽松，当前纯债品种的配置价值是可观的，前期利率债和信用利差已经大幅 price-in 了经济的疫后复苏所遭受的利空，但对后续回报率的下降及货币宽松定价不足；

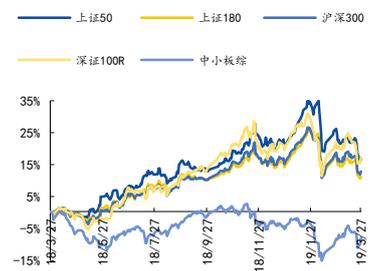
2) 所谓剩余流动性，是在流动性和实体产生裂口的情形之下，赌资产荒的深化和短期不可证伪的资产行情。一方面我们可以在利率债上适当维持长久期，另一方面，成长股科技股的行情也许还没有走完。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

主要数据：

上证综指：	3315.36
深圳成指：	11871.93
沪深 300：	4104.81
中小盘指：	6410.52
创业板指：	2443.52

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《2023 年宏观经济及大类资产展望》2022.10.09

《跨境资本的防火墙：汇率破 7 不是个事儿》

2022.09.18

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@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

这一轮大家都关注了疫后复苏，但没有关注外围的货币收紧所带来的不利影响。美国等发达国家的鹰派加息的直接后果是：全球的货币增长因此而大幅下降，继而从金融属性的角度压制了大宗商品的价格。当然，目前我们虽然已经看到了 PPI 的明显下滑，但从目前新低的全球 M2 增长推算，这种下滑尚未结束，后续 PPI 可能会下滑到-5%附近甚至更低的水平。

图 1：以新低的全球 M2 增长推算后续 PPI 继续下滑



资料来源：Wind, 国元证券研究所

商品的预期差在这个时点显得非常重要，毕竟之前我们没有经历过这种内外政策的巨大背离。

1) 如果商品价格还会深跌的话，这种复苏就显得更加非主流，荣枯真正的分水岭是名义增长率，虽然 GDP 往上抬了，但价格也许还会扯着名义增长率往下走。只有名义增长率才能代表企业通过经营业务所获取利润的能力，也只有名义增长率才能表达企业的冷暖体感。而价格向下重估对名义增长率的拖累不容小视，简单测算的话，如果 PPI 今年向下的幅度为 5.7 个百分点左右的话，那名义增长率受此影响会有 2.6 个百分点的拖累。

2) 照此推算的话，也许今年的企业表现感受甚至不如去年。GDP 改善只代表着产品销路好，但价格向下代表着单个产品毛利率的减少。除了 PPI 可能会压降 2.6 个百分点名义增长率之外，CPI 当前已经压降名义增长率的幅度为 0.7 个百分点左右，这意味着，如果让今年的名义增长率维持在去年 Q4 的水平的话，GDP 必须要升至 6.2%或以上，这是个很难达成的目标。

图 2：以目前的测算来看，名义 GDP 维持去年水平将很难达到



资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前的周期可能仍然在左侧，那么，货币政策应该还在宽松的状态之内。

1) 去年面对着起起落落的经济增长，货币政策的表现是非常冷静的，这是货币继续宽松的一个重要安全垫。可以看到，货币政策在去年两次因疫情而导致的经济短时衰退时，并没有相应放宽货币去对冲经济增长，因此，现在货币政策的位置和去年 Q3 的基本面是匹配的，如果今年的名义增长率还不如去年 Q4 的话，那应和去年 Q3 差得更远，这导致不但货币政策不但不会因为疫后复苏而收紧，反而可能会更坚定地走在宽松的道路上。

图 3：经济增长与货币政策的关系决定了后续宽松与否



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 从价的角度来说，LPR 代表着资金成本，而名义增长率则代表着资金回报率，现如今，资金成本和收益之间已经略微倒挂。往后看的话，如果资金回报率较去年 Q4 继续下降的话，则资金成本和收益之间的倒挂幅度会更大，这意味着，当前的宏观政策尚没有对接下来的经济回报率的下降出台应对政策，一旦后续名义增长率有更为明显的降幅，那么降息也变成了一个必选项。

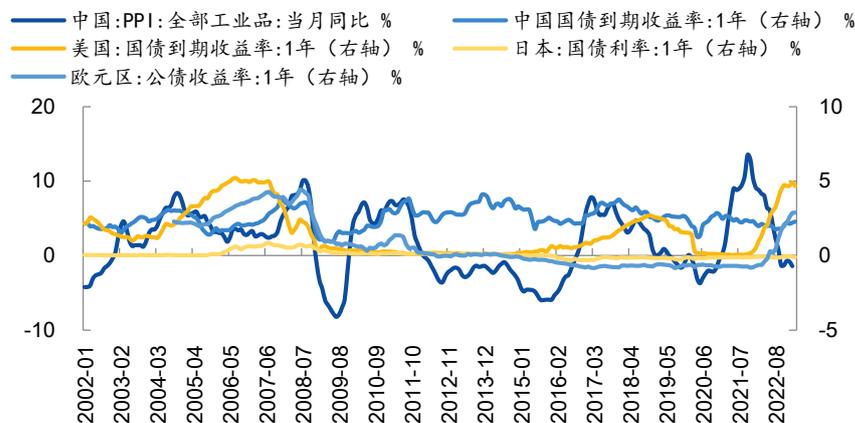
图 4：现如今，资金成本 LPR 和收益之间已经略微倒挂



资料来源：Wind, 国元证券研究所

至于何时周期才能走到右侧，其必要条件是 **PPI 需要终止下行**，这不是个短期能完成的事情。历史上，在美欧中日四大经济体中，最少有两个经济体施行了明确的宽松政策，且各自的宽松至少维持一年时间，才有可能止住 PPI 下行的步伐。当前来看，在过去一年的时间里，只有中国是宽松的，且中国宽松的幅度很明显要低于美欧收紧的幅度，照此来看，**PPI 的见底至少要等到今年临近年末之时**，今年绝大部分的时间里，货币政策应还是宽松的。

图 5：结合 PPI 来看，中国的货币政策应保持持续宽松



资料来源：Wind, 国元证券研究所

在资产配置上，后续应该还是债券时间。今年的流动性是第一配置线索，纯债品种的投资性价比在各类资产中应居前，况且，前期利率债和信用利差已经大幅 price-in 了经济的疫后复苏所遭受的利空，但对后续回报率的下降及货币宽松定价不足，当前纯债品种的配置价值是可观的；剩余流动性则是今年配置的第二大线索，在流动性和实体产生裂口的情形之下，我们可以在利率债上适当维持长久期，也要关注成长股科技股的行情也许还没有走完。

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”)在中华人民共和国内地(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

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