

宏观与大类资产周报：

经济复苏不会与强政策并存

报告要点：

本周关注——

- 10月的经济数据和金融数据是中规中矩的，经济仍然是平坦状态，有人说消费明显好转，但细看数据的话，就知道消费在去年同期的基数很低，消费数据的单月好转主要是低基数所致。
- 此外，双11期间全平台销售额同比增长2.1%，快递揽收量却增长近三成，这两个数据明显不匹配，背后可能是消费者的消费更加低价化小额化。
- 今年下半年我们财政支出二次发力，其增长速度已超过10%，这可以和政府债务数据相互印证，但目前来看，基建增长速度尚未改善。
- 央行投放巨量MLF并不能指向货币进一步地宽松，毕竟11月公开市场到期量也巨大（6.3万亿）。从市场表现来看，近期的公开市场资金利率并没有因此而显著下行。
- 从近期北京、深圳等一线城市辟谣地产放松政策这一行为来看，地产政策并不是无底线的放松，行业基本面稳下来即可。
- 美国CPI的回落源于原油价格的放缓，就当前美国通胀的绝对位置看，政策也许没有放松的依据，但目前从美债收益率和美元指数的快速回落看，市场应在重新交易通胀水平的持续下降，这也许基于市场在顺推原油价格的下行。
- 从经验上看，11月往往是商品的淡季，尤其是几次著名的商品暴跌，都发生在11月中上旬：2010、2014、2015、2018，因此，一旦过了这个特殊的月份，原油价格是否会持续回落仍然是一个待考证的问题，市场关于降息的二次博弈也未必正确。

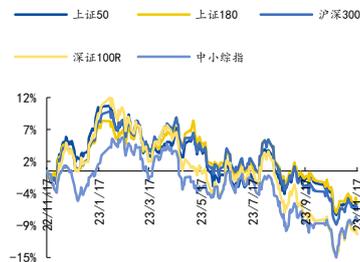
核心观点——

- 宏观经济：国内的经济基本面走平的方向仍然没有变化，宏观层面不会对资产定价产生太多影响。
 - 资产配置：股、债和商品目前没有特别突出的矛盾。
 - 利率债：10Y国债收益率目标区间依然是2.6~2.75%，建议多用反向思维考虑操作策略。
 - 权益市场：目前这个指数位置已经相当均衡，后续上下的空间都不大。微盘股指数近期连创历史新高，这背后应该是逐步凸显的资产荒问题，然而，如果后续资产荒逻辑弱化的话，市场的短期机会可能会集中在业绩更实在的线索上（半导体、新能源），但长期看，微盘股的趋势还是确定的，这是由金融及实体的错位所决定的。
 - 信用市场：不必质疑政策对稳财政的诉求，自上而下看城投依然在安全状态之内；地产债则多看少动，万科很可能不是拐点。
 - 商品市场：目前商品周期矛盾不大，但近来原油价格的下跌也许并非趋势，从原油的供需角度看，我们需要考虑原油价格可能涨至90美元一线。
- 风险提示：宏观波动超预期，地缘政治冲突超预期，宏观政策落地不及预期。

主要数据：

上证综指：	3054.37
深圳成指：	9979.69
沪深300：	3568.07
中小盘指：	3693.37
创业板指：	1986.53

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

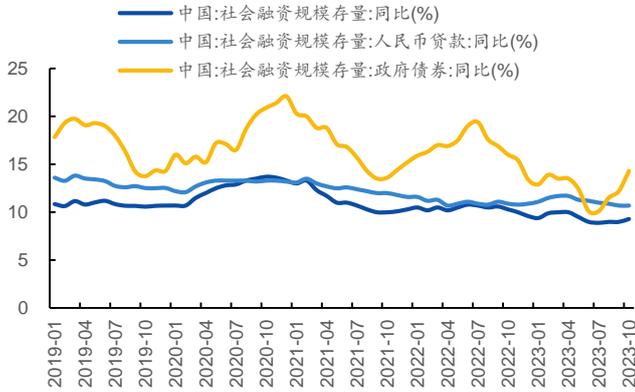
- 《宏观与大类资产周报：谈谈出口和中美》
2023.11.12
- 《宏观与大类资产周报：流动性预期差：美国没那么松，中国没这么紧》2023.11.05

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

无论是 10 月金融数据还是经济数据，都显示经济仍在走平的状态，这与我们之前的判断相一致。社融增速略微上勾，主要系政府债券的放量，贷款增速则基本稳定，连续两个月停留在去年 4 月份以来的波动箱体的下沿。

图 1：社融存量同比增速略微上勾



资料来源：Wind，国元证券研究所

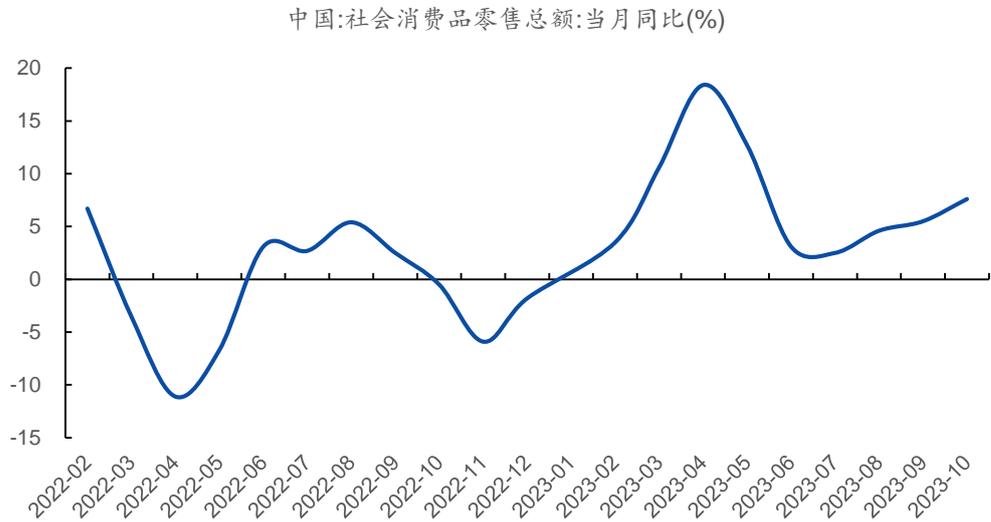
图 2：经济仍在走平的状态



资料来源：Wind，国元证券研究所

有观点认为 10 月消费数据明显好转，因为社零同比从 9 月的 5.5% 提高到了 10 月的 7.6%，但细看数据我们发现，这与基数有着很大的关系，如果我们去看 2022-2023 两年复合同比的话，消费在 10 月的表现是不及 9 月的。

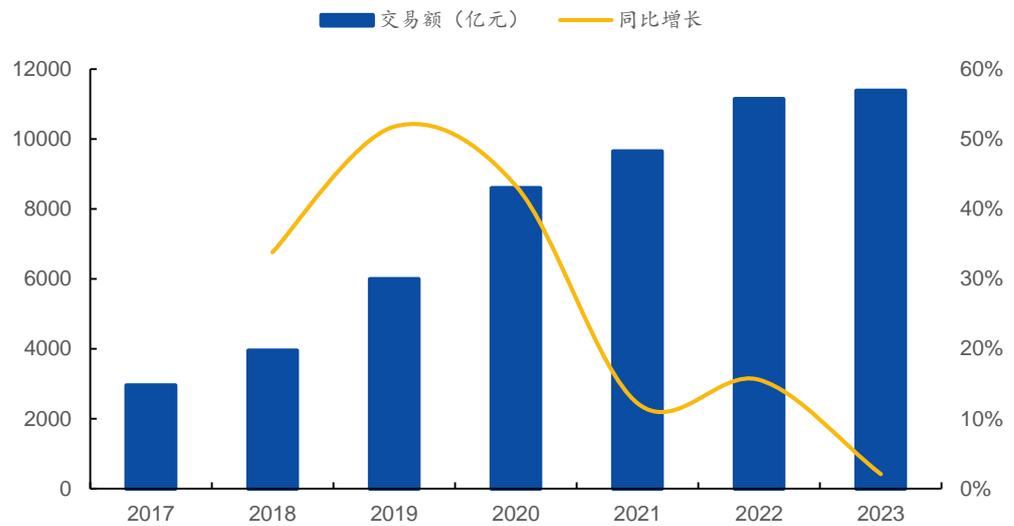
图 3：单月社零数据的好转与低基数有关



资料来源：Wind，国元证券研究所

此外，星图数据发布的《2023 年双十一全网销售数据解读报告》显示，2023 年双十一总交易额同比增长仅有 2.1%，往年都是双位数增长。而邮政快递揽收量却增长近三成，这两个数据明显不匹配，背后可能的原因是消费者的消费更加低价化小额化。

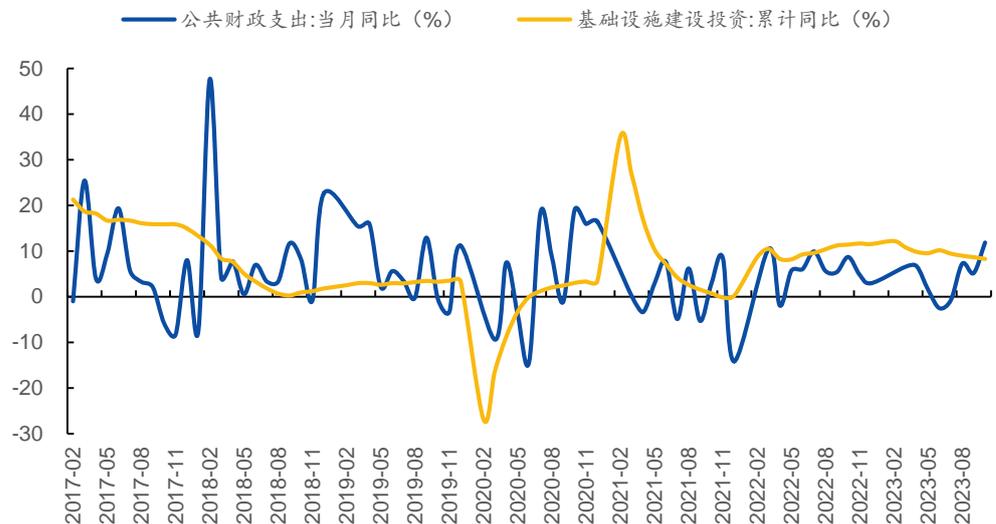
图 4：2023 年双十一总交易额同比+2.1%



资料来源：星图数据，国元证券研究所

今年下半年我们财政支出二次发力，其增长速度已超过 10%，这可以和政府债务数据相互印证，但目前来看，基建增长速度尚未改善。

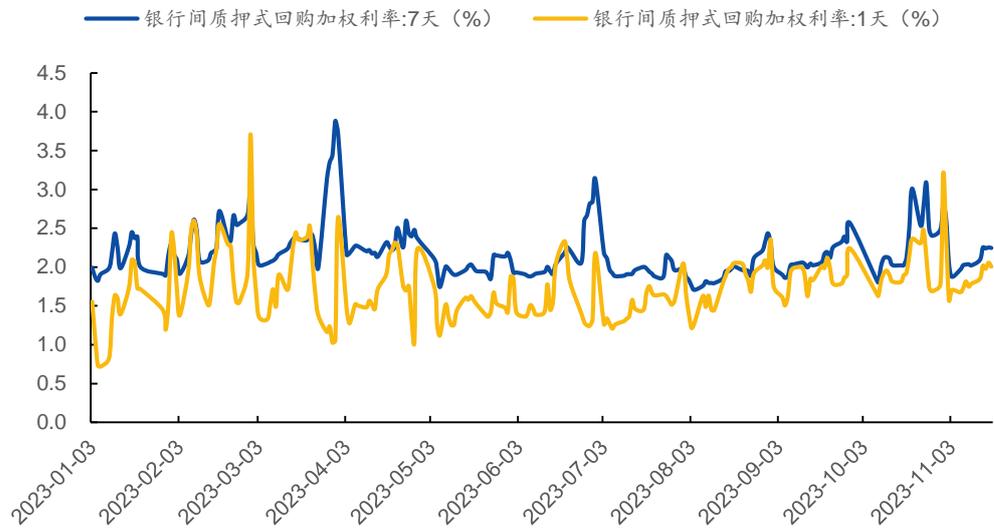
图 5：财政支出再次发力，而基建投资改善不明显



资料来源：Wind，国元证券研究所

11 月 15 日，央行投放 MLF 规模达到 14500 亿元，为单次投放规模新高。央行投放巨量 MLF 并不能指向货币进一步地宽松，毕竟 11 月公开市场到期量也巨大(6.3 万亿)。从资金利率来看，近期的公开市场资金利率并没有因此而显著下行。

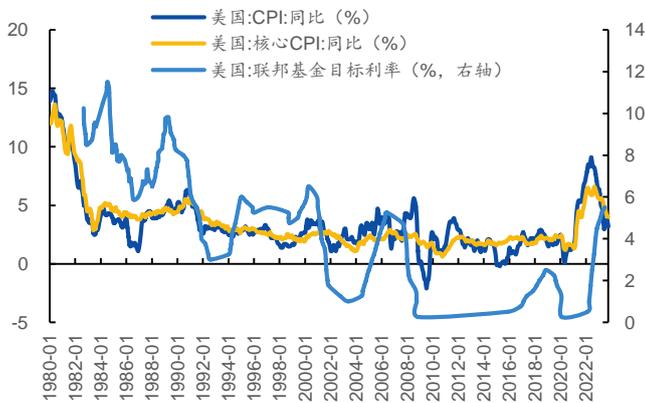
图 6：近期资金利率表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

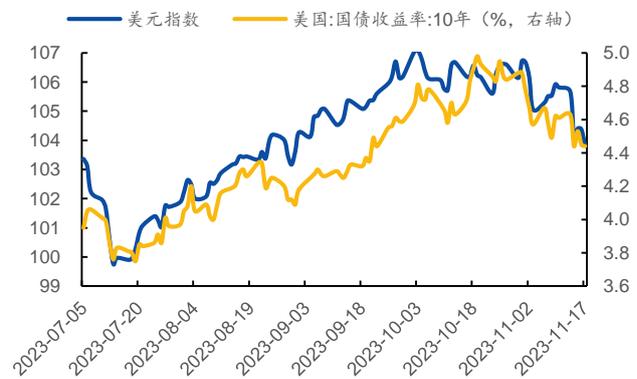
美国 CPI 的回落源于原油价格的放缓，就当前美国通胀的绝对位置看，政策也许没有放松的依据，但目前从美债收益率和美元指数的快速回落看，市场应在重新交易通胀水平的持续下降，这也许基于市场在顺推原油价格的下行。

图 7：美国通胀与政策利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

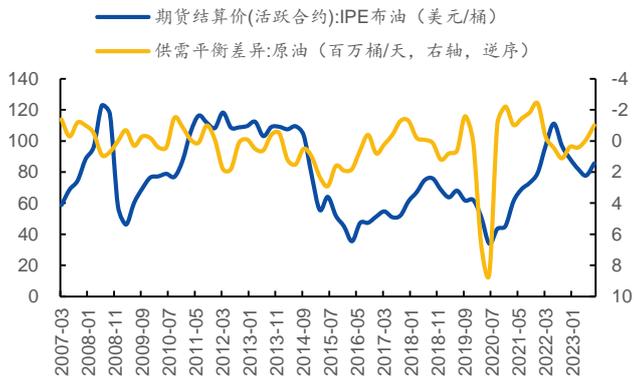
图 8：市场在重新交易通胀水平的持续下降



资料来源：Wind，国元证券研究所

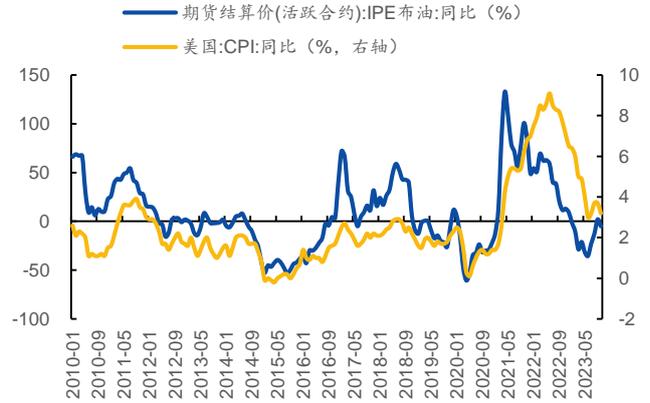
本周四原油价格大跌，引发市场相关讨论。从经验上看，11 月往往是商品的淡季，尤其是几次著名的商品暴跌，都发生在 11 月中上旬：2010、2014、2015、2018，因此，一旦过了这个特殊的月份，原油价格是否会持续回落仍然是一个待考证的问题，市场关于降息的二次博弈也未必正确。

图 9：供需缺口来看油价后续会走高



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：美国 CPI 与能源价格密切相关



资料来源：Wind，国元证券研究所

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

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