

宏观与大类资产周报：世界是一个漩涡

报告要点：

本周关注——

- 11月PMI略微回落，但这个数据的上行轨道没有被打破，因此，目前更为可靠的解读是：经济在平稳的状态内遇到了一点下降的小坡道。
- 这个经济的调整可能和下降的商品价格是共振的，11月的PPI也许会降到-2.8%附近，这和美元指数的反复有关，商品周期和美元目前陷入了一个复杂且相互纠缠的死循环之中，在这个循环中，内生上不会有趋势走出来，也暂时看不到外生的东西能解开这个循环。
- 无论美国Q3的GDP是否上修，都已是过去时，如果从当前美国的工业生产和PMI指数看，美国的经济增长在四季度大概率转向式微，但毕竟，美国已经从通胀最高的时刻走了出来，美国经济陷入衰退也很困难。
- 值得注意的是，由于美国的CPI是上游驱动的，美国的经济又是CPI驱动的，因此，美国的增长和通胀情况似乎也陷在上述这个死循环之中。这个漩涡目前看影响足够广泛，因此，可能性的外生力量很弱。
- Q3货币政策执行报告有两点值得关注，一是强调“盘活存量”，二是强调“信用政策”，这似乎看起来在矮化货币政策总量政策的重要性，但其实不然，面对着1.7%的银行净息差，银行可以被挤压的空间已经很低（参考2013~2014）。
- 隔夜资金利率的波动11月底相较于10月底温和了一些，市场曲突徙薪可能有影响，但要注意的是，OMO到期量已经连续4个月超3万亿，这个在客观上导致资金波动问题不能单靠市场解决，要关注近期降准的可能性。

核心观点——

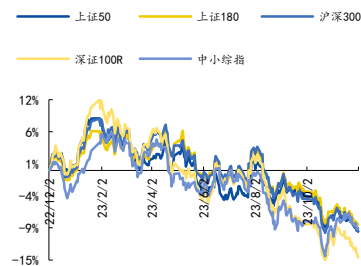
- 宏观经济：国内宏观经济仍可大致看平，短时也许会有经济下坡引起的暂时性risk-off。
- 资产配置：股、债和商品趋势上没有特别突出的矛盾，上证指数到了合理区间的偏底部，商品同样如此。
- 利率债：目前利率债的上下空间极为有限，10Y国债收益率目标区间依然是2.6~2.75%。
- 权益市场：可以适度增加仓位，方向为有周期属性的新兴产业及科技产业：半导体、新能源。
- 信用市场：腰部以上且杠杆不高的房企债可以关注起来了，但博弈应适度，尽量把久期缩得短一些。
- 商品市场：总体到了偏底部的位置，原油等个别品种有做多的机会。

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：	3031.64
深圳成指：	9720.57
沪深300：	3482.88
中小盘指：	3639.67
创业板指：	1926.28

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

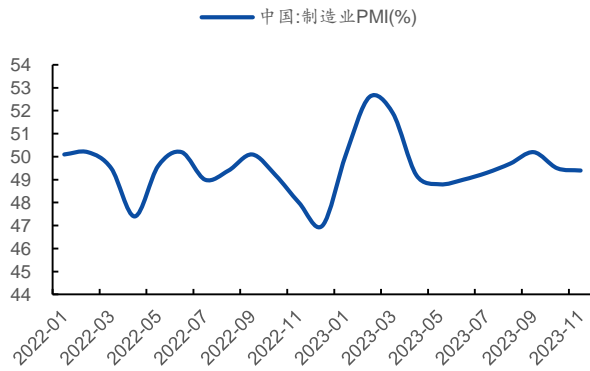
- 《宏观与大类资产周报：可以适度关注地产信用的变化》2023.11.26
- 《宏观与大类资产周报：经济复苏不会与强政策并存》2023.11.19

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

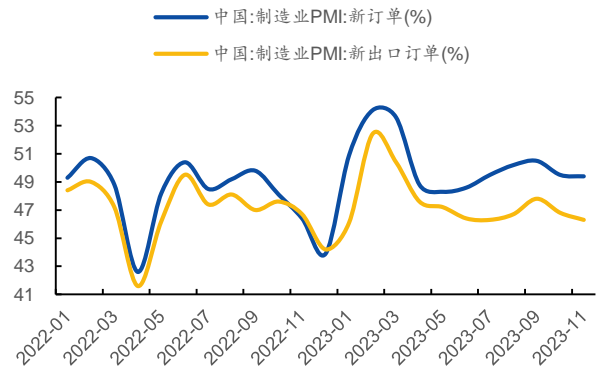
PMI 表现:

图 1: 11 月 PMI 略微回落



资料来源: Wind, 国元证券研究所

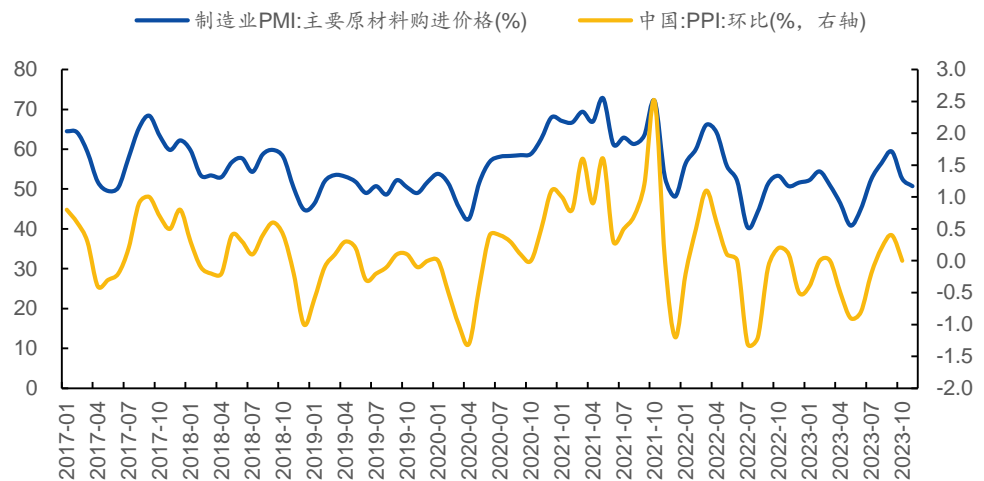
图 2: 内外需尚待提振



资料来源: Wind, 国元证券研究所

预计 11 月 PPI 同比延续小幅回落:

图 3: PPI 环比与 PMI 主要原材料购进价格分项高度相关

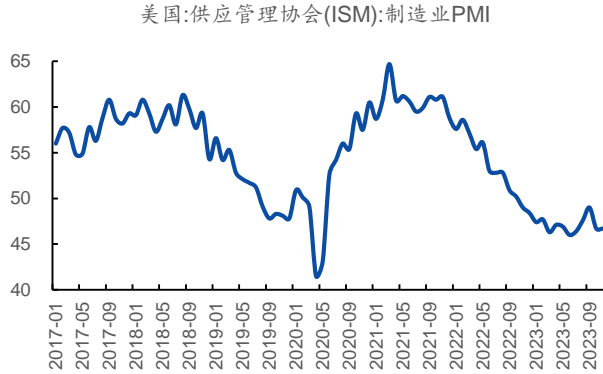


资料来源: Wind, 国元证券研究所

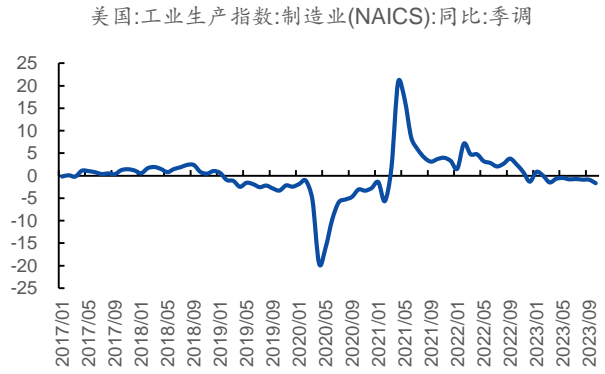
美国经济增长在四季度大概率转向式微：

图 4：美国 PMI 低位徘徊

图 5：美国工业生产表现一般



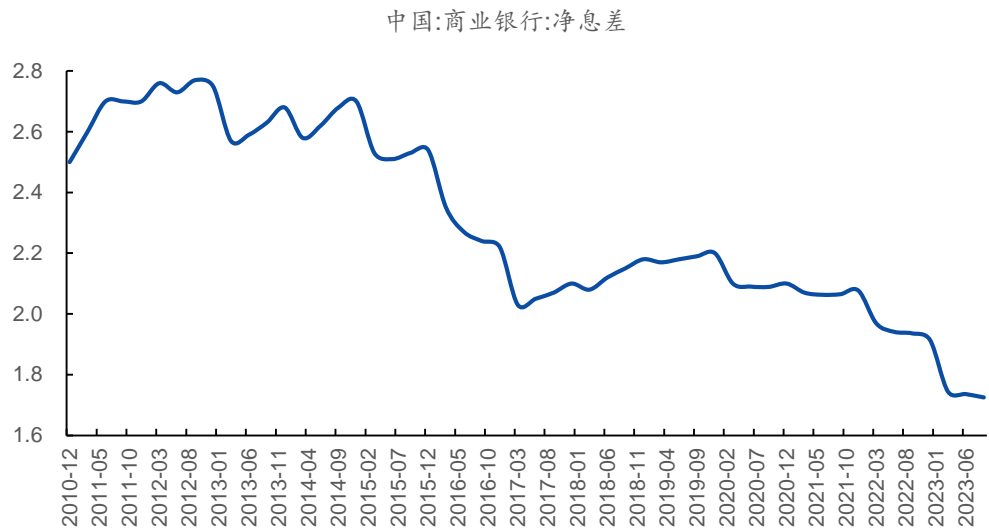
资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

银行净息差可以被挤压的空间已经很低：

图 6：商业银行净息差持续收窄



资料来源：Wind，国元证券研究所

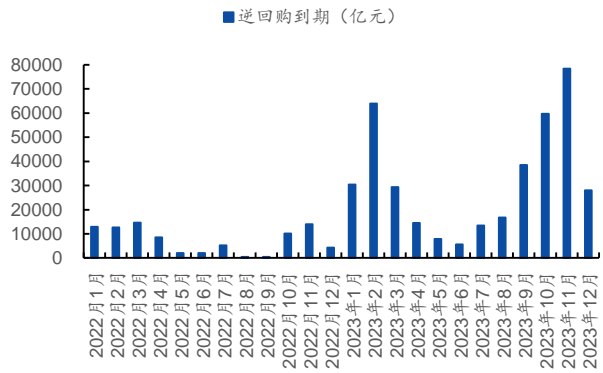
资金面表现:

图 7: 11 月底隔夜资金利率波动较上月更温和

图 8: OMO 到期量



资料来源: Wind, 国元证券研究所

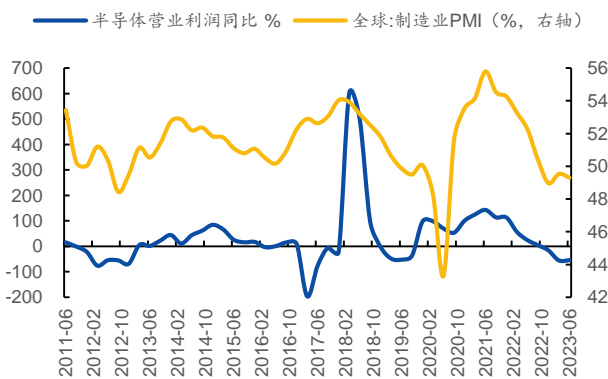


资料来源: Wind, 国元证券研究所

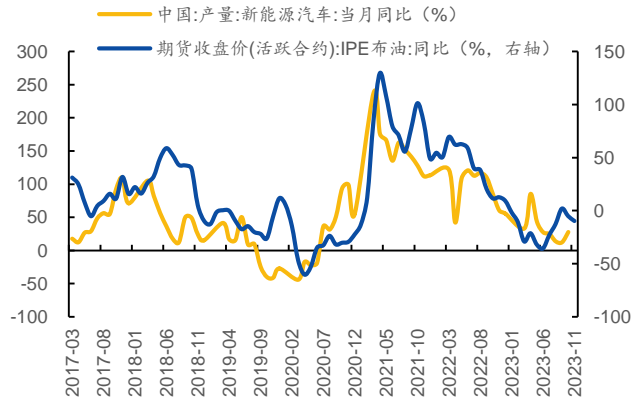
关注 A 股有周期属性的新兴产业及科技产业:

图 9: 半导体业绩与全球景气度密切相关

图 10: 油价上升利好新能源汽车的销量



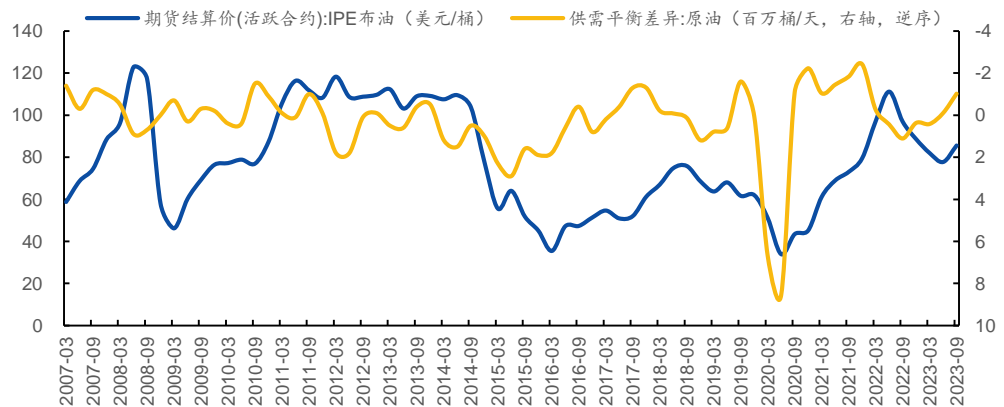
资料来源: Wind, 国元证券研究所



资料来源: Wind, 国元证券研究所

供需缺口支持油价上涨:

图 11: 油价可能涨至 90 美元一线



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