

宏观与大类资产周报：向左走，向右走

报告要点：

本周关注——

- 在低基数下，识别经济的状态更加困难，于是，对于中国11月的经济数据，市场观点莫衷一是，但至少，我们看到企业部门的库存再度进击，这是目前撑着工业生产的主要甚至唯一的因素，有库存回补这个因素在，经济不容易很差。
- 此外，引人注意的是，地产新开工若是刨除基数因素，出现了一些修复的曙光，但这个持续性需要再观察。
- 消费数据分化：其中，餐饮消费坚挺，但粮油食品消费疲软，消费的结构呈现出明显的“K”型，源于新产业和旧产业切换的速度有点过快，如此来看，后续生猪价格的压力仍然存在，生猪板块前段时间被炒作的逻辑不仅仅基于本产业的逻辑。
- 金融数据分化：政府好、市场弱，但很明显看到，这一轮政府债务的加速没有转化为基建的加速，这意味着当前财政支出的主靶心不是经济增长，基建说到底是个结构问题，加上中央经济工作会议里对财政发力的描述为“适度”，市场关于财政继续发力的畅想可以休矣。
- 但这也许不是坏事，市场把更多的筹码压在政策上源于低估经济的走势，但实际上，经济后续靠库存周期也能相对稳住，这时如果政策不进行大幅刺激，反而有了以时间换结构的时间窗口，整体的形势比市场认知的更加靠右。
- 美债收益率破4%的背后是FOMC偏鸽的措辞和回落的CPI，但往后来看，美元指数向下可能会引起通胀的再次走高，所以，当前不是一个博降息的逻辑顺畅的环境，对于美国后续的政策节奏，还需静观其变，好在美国是否降息这件事，对国内市场的影​​响其实非常有限，我们需要思考下是否高估了美国政策环境对国内资产的影响。

核心观点——

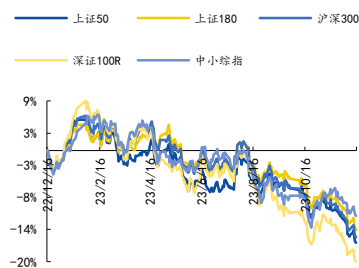
- 宏观经济：国内的经济基本面走平的方向仍然没有变化，宏观层面不会对资产定价的影响多会反复。
- 资产配置：周期上，股、债和商品目前没有特别突出的矛盾。
- 利率债：利率债在目前这个位置，可能需要适度降久期，我们不能单纯被浓郁的悲观因素感染，近期货币政策一直偏鹰，年末的资金面可能存在波澜。
- 权益市场：半导体仍然是配置重点，基本面其实给予指数的压力不大，但技术层面，抄底需要谨慎适度。
- 信用市场：35号文后，城投债的预期差几乎被消灭，在风控允许的范围内，可以参与城投的哄抢。
- 商品市场：从绝对价格的角度，当前的商品价格是偏高的，但从周期意义上说，商品可能即将出现一个上行的波段，此中，尤其可以关注原油价格，原油价格存在被低估的可能性。

风险提示：宏观政策落地不及预期等

主要数据：

上证综指：	2942.56
深圳成指：	9385.33
沪深300：	3341.55
中小盘指：	3540.98
创业板指：	1848.50

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

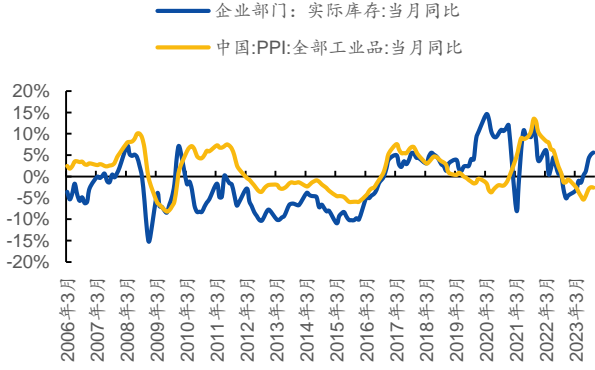
- 《重建平衡的金融周期》2023.11.13
- 《《资本新规》：银行的有限松绑》2023.11.05

报告作者

分析师	杨为敬
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

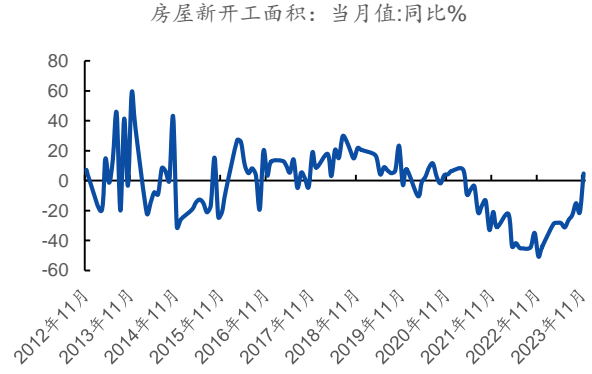
地产新开工若是刨除基数因素，出现了一些修复的曙光

图 1：企业部门的库存再度进击



资料来源：iFind，国元证券研究所

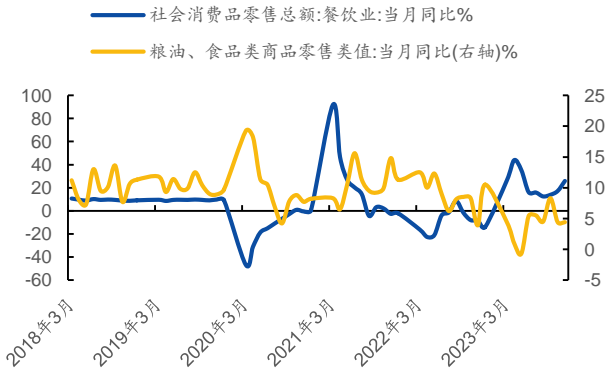
图 2：地产，出现了一些修复的曙光



资料来源：iFind，国元证券研究所

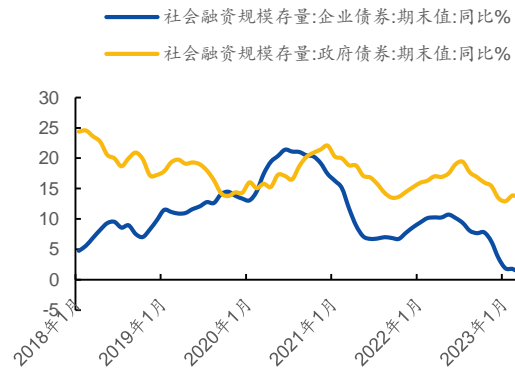
当前财政支出的主靶心不是经济增长

图 3：餐饮消费坚挺，但粮油食品消费疲软



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 4：金融数据分化：政府好、市场弱

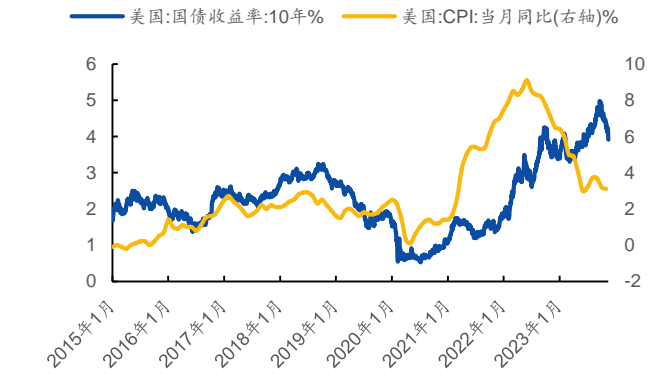


资料来源：iFind，国元证券研究所

当前不是一个博降息的逻辑顺畅的环境

图 5: 美债收益率破 4% 的背后是 FOMC 偏鸽的措辞和回落的 CPI

图 6: 美元指数的向下可能会引起通胀的再次走高



资料来源: iFind, 国元证券研究所



资料来源: iFind, 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