

宏观与大类资产周报： 再述 Risk on：逆行者突围

报告要点：

本周关注——

- 诚然，比起硬指标来说，PMI 能更鲜明地体现周期形态，但目前 PMI 的下降也许不持续，如果我们承认地产的周期已回到正常形态的话，那经济进一步减速目前是看不到驱动力的。
- 市场长期的空间取决于产业，但短期市场的波动则取决于周期，经济对市场的影响更多是二阶的，宏观政策的制定也更多基于经济的二阶变化，比如 PMI，我们不必过多关注这个数据高于或低于 50，事实上，PMI 的确出现过相对长期低于 50 的先例，但即使如此，PMI 的边际波动方向对市场依然很有意义。
- 就短期来看，这一轮商品和库存的 risk-off 也许接近尾声，12 月 PPI 同比降幅会有所收窄，大概在-2.7%附近。
- A 股的反弹和商品及库存周期是合拍的，在目前这个位置，A 股指数还有一定向上空间，反之，当前债券收益率没有修复，这个位置我们应考虑对利率债降一降久期。
- 我们发现，现在基本面的波动率收窄的节奏要比市场理解得快，因此，我们在应该用箱体震荡思维理解当前的宏观对冲策略时，市场普遍还在寻找趋势，这导致市场波动的增加及过调，也导致了我们在择时上更加困难。但这其实存在有利的一面，一则波段操作的空间及收益会因此而增加，二则在有更厚的收益安全垫的保护下，在择时上不必非常精确，这就是我们在近日倡导 risk-on 的原因（见《当前的 Risk off，实际是 Risk on》）。

核心观点——

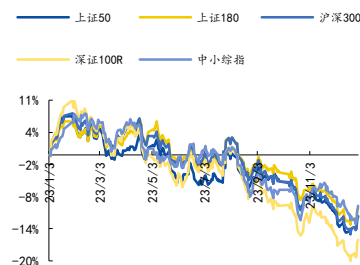
- 宏观经济：国内的经济基本面走平的方向仍然没有变化，宏观对资产配置的定价权减弱。
- 资产配置：周期上，股、债和商品目前没有特别突出的矛盾。
- 利率债：利率债在目前这个位置，可能需要适度降久期。
- 权益市场：基本面角度，大盘整体缺乏弹性；建议需要结构性机会，微盘指数和半导体行业仍然是配置重点。
- 信用市场：35 号文后，城投债的预期差几乎被消灭，在风控允许的范围

风险提示：宏观政策落地不及预期等

主要数据：

上证综指：	2974.93
深圳成指：	9524.69
沪深 300：	3431.11
中小盘指：	3540.51
创业板指：	1891.37

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

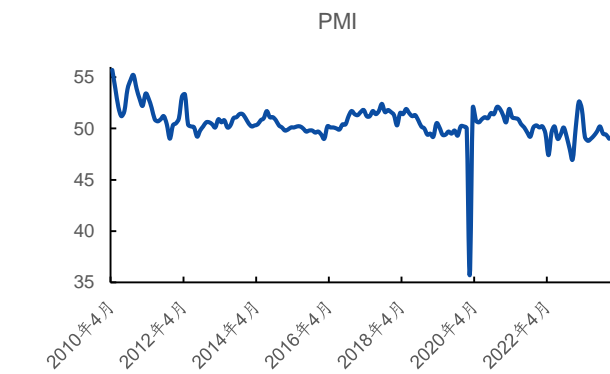
- 《科技比周期更硬核：2024 行业比较展望》
2023.12.28
- 《重建平衡的金融周期》2023.11.13

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

图 1: PMI 的下降也许不持续

图 2: A 股反弹



资料来源: Choice, 国元证券研究所



资料来源: Choice, 国元证券研究所

图 3: 利率债适度降久期

图 4: 关注原油价格的修复



资料来源: Choice, 国元证券研究所



资料来源: Choice, 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