

宏观经济与大类资产配置研究框架

2024年1月

证券分析师: 杨为敦

SAC执业资格证书编码: S0020521060001

证券分析师: 孟子君

SAC执业资格证书编码: S0020521120001

1. 一个关于流动性周期的通常框架

2. 利率债：最早启动的周期

3. 实体的短周期

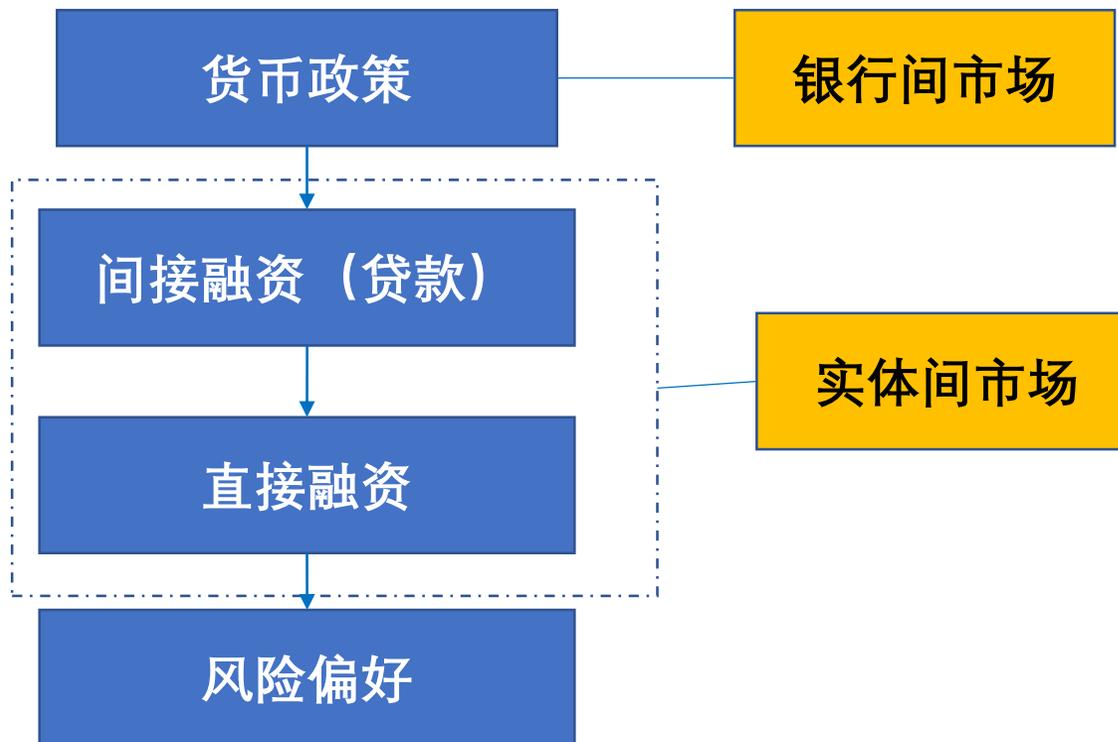
4. 价格的周期（经济的名义增长）

5. 权益的周期

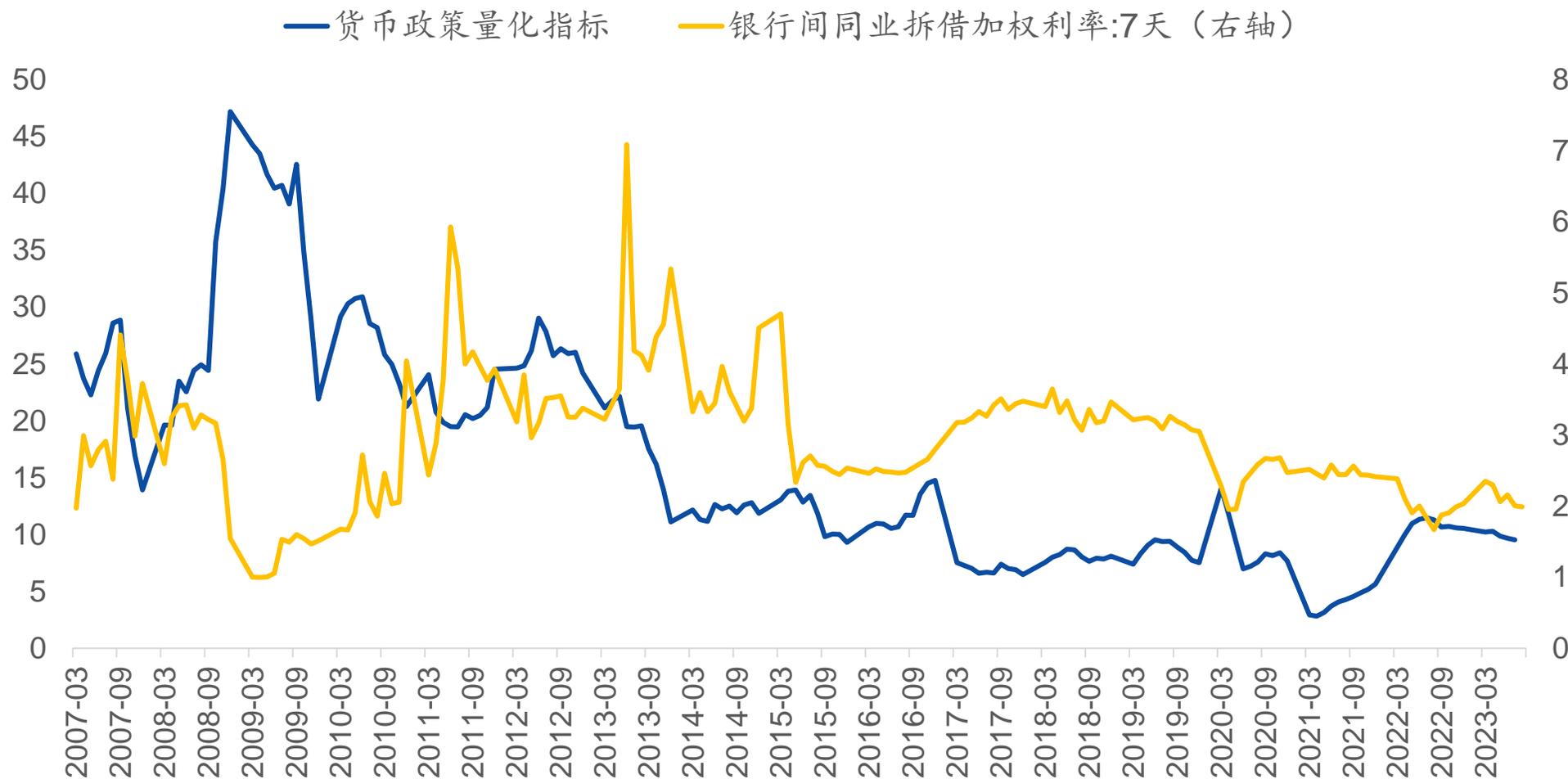
6. 汇率的周期

7. 黄金及美元

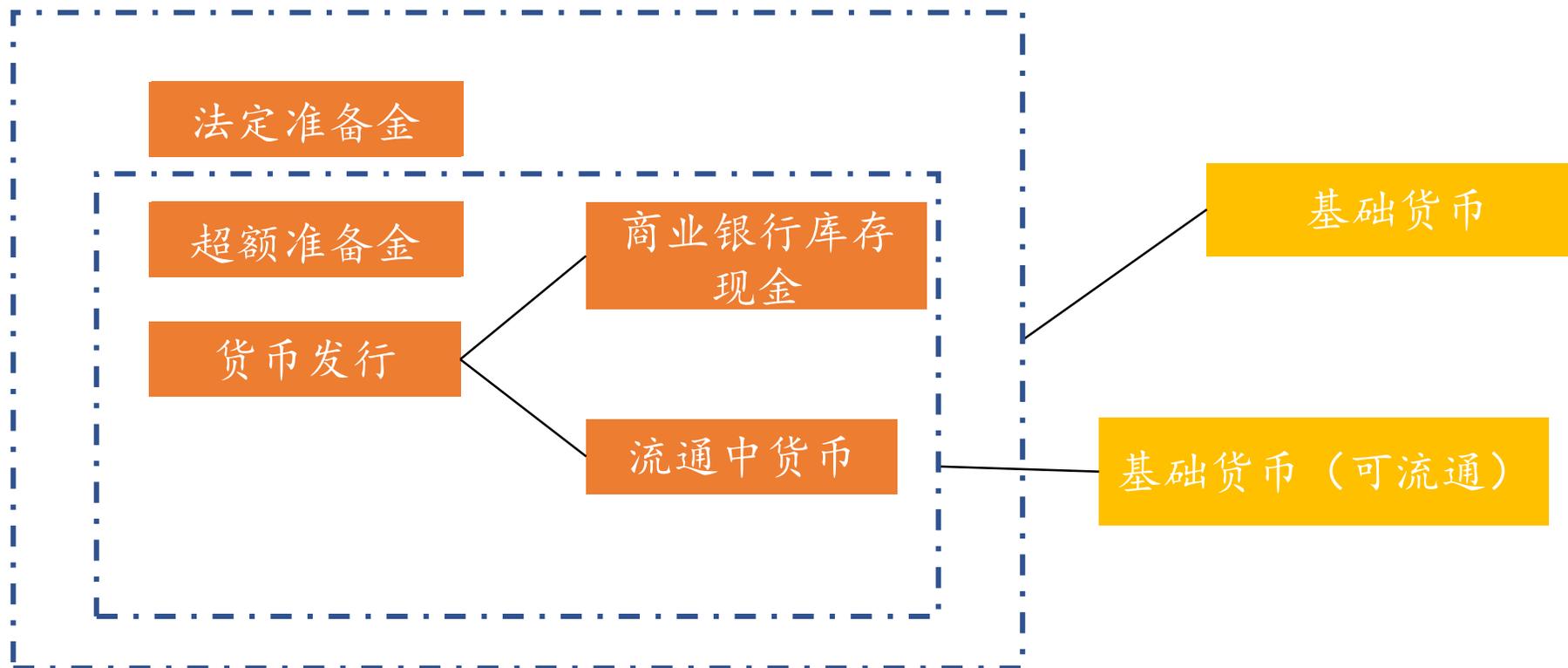
1. 一个关于流动性周期的通常框架



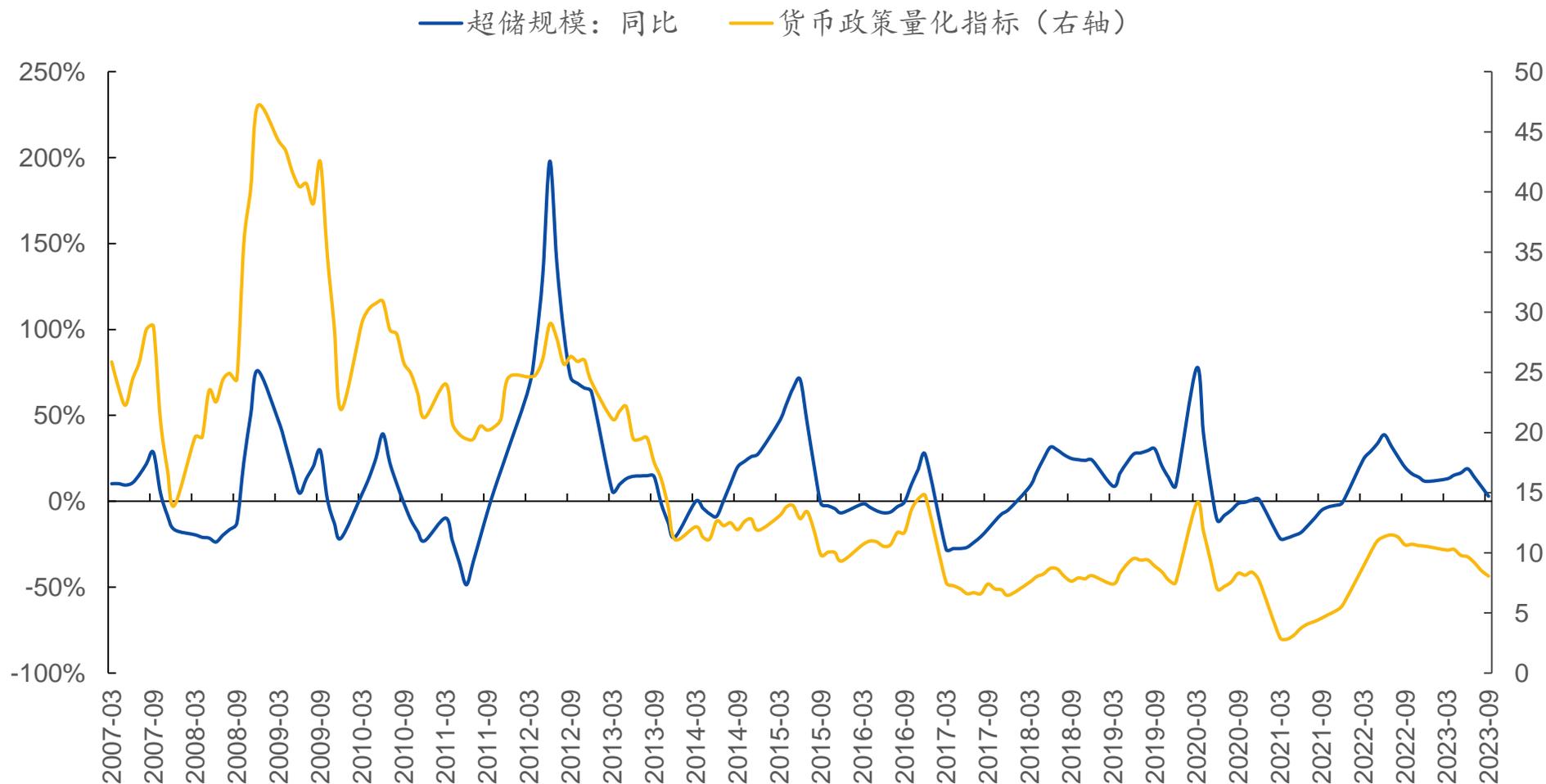
货币政策量化指标与R007存在相互印证的应用价值



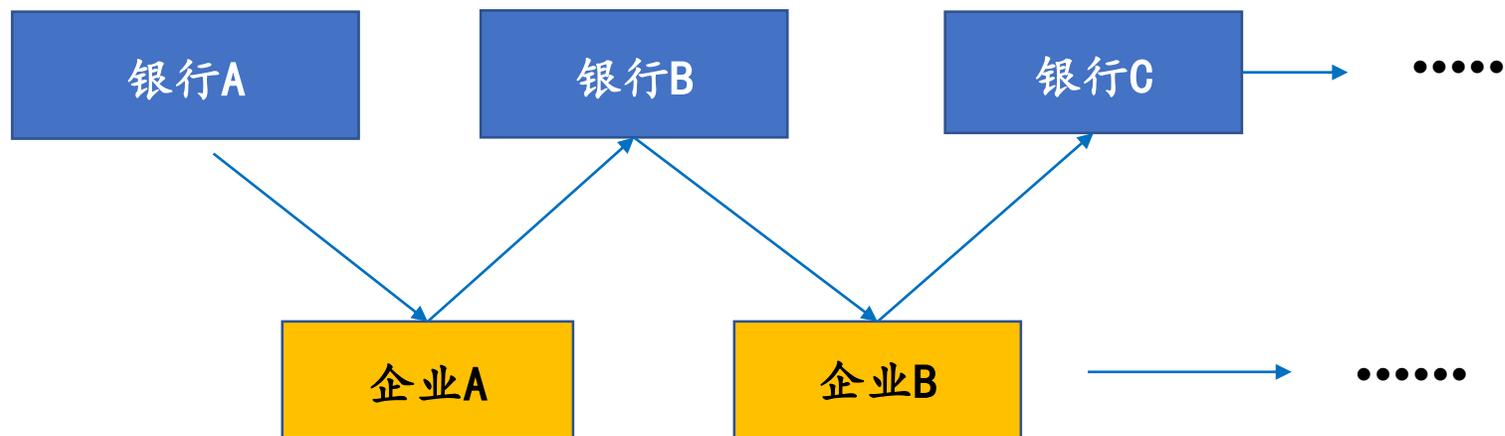
这两个指标都是基础货币维度的东西



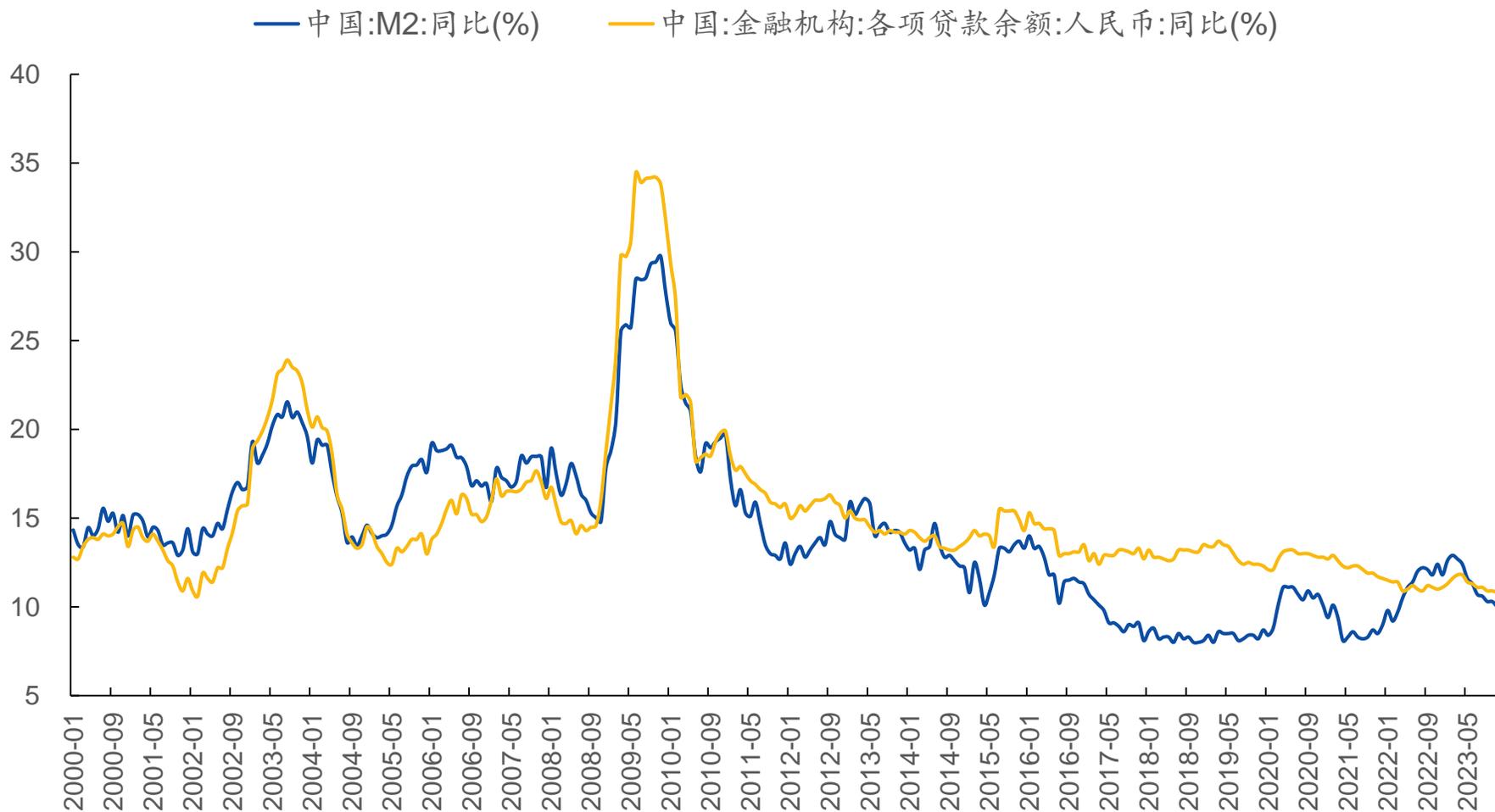
商业银行超储规模同比增长：与货币政策量化指标存在趋向及节奏上的正相关性。



存款理论上的扩张极限： $1/\text{法定准备金率}$

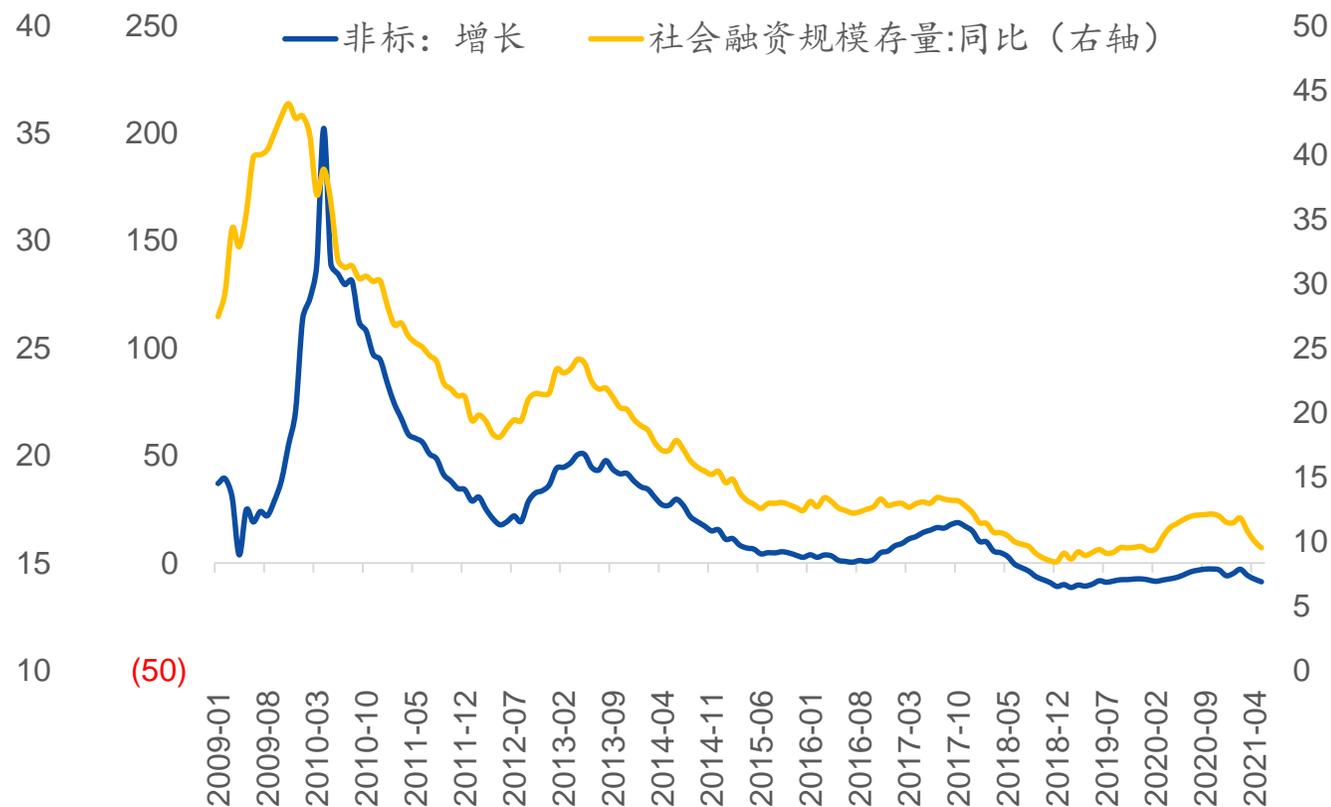


实体间资金面：M2（贷款+外汇占款-财政存款）

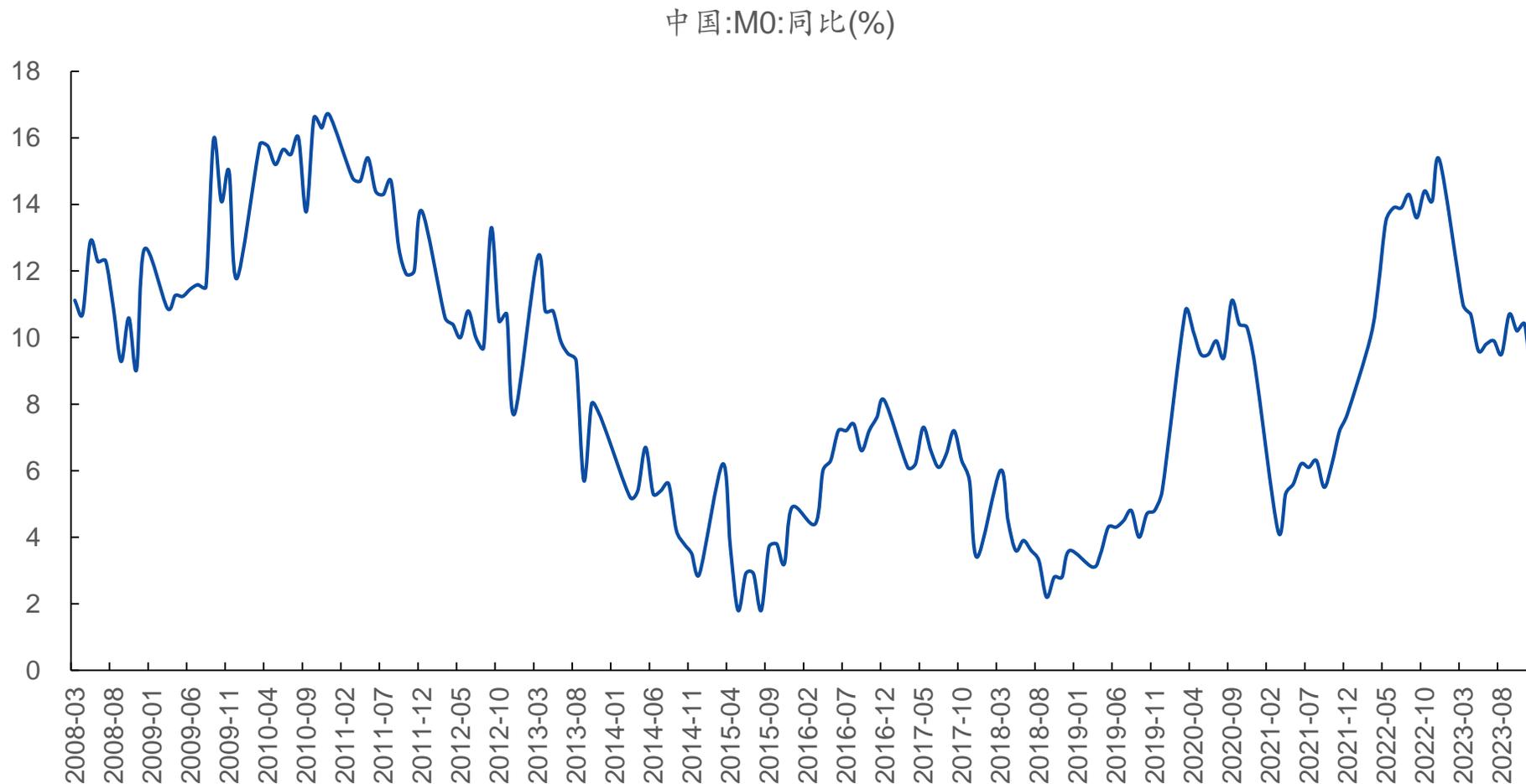


1.3 直接融资：货币流通速度

实体间广义资金面：社融（由非标/直接融资所决定）

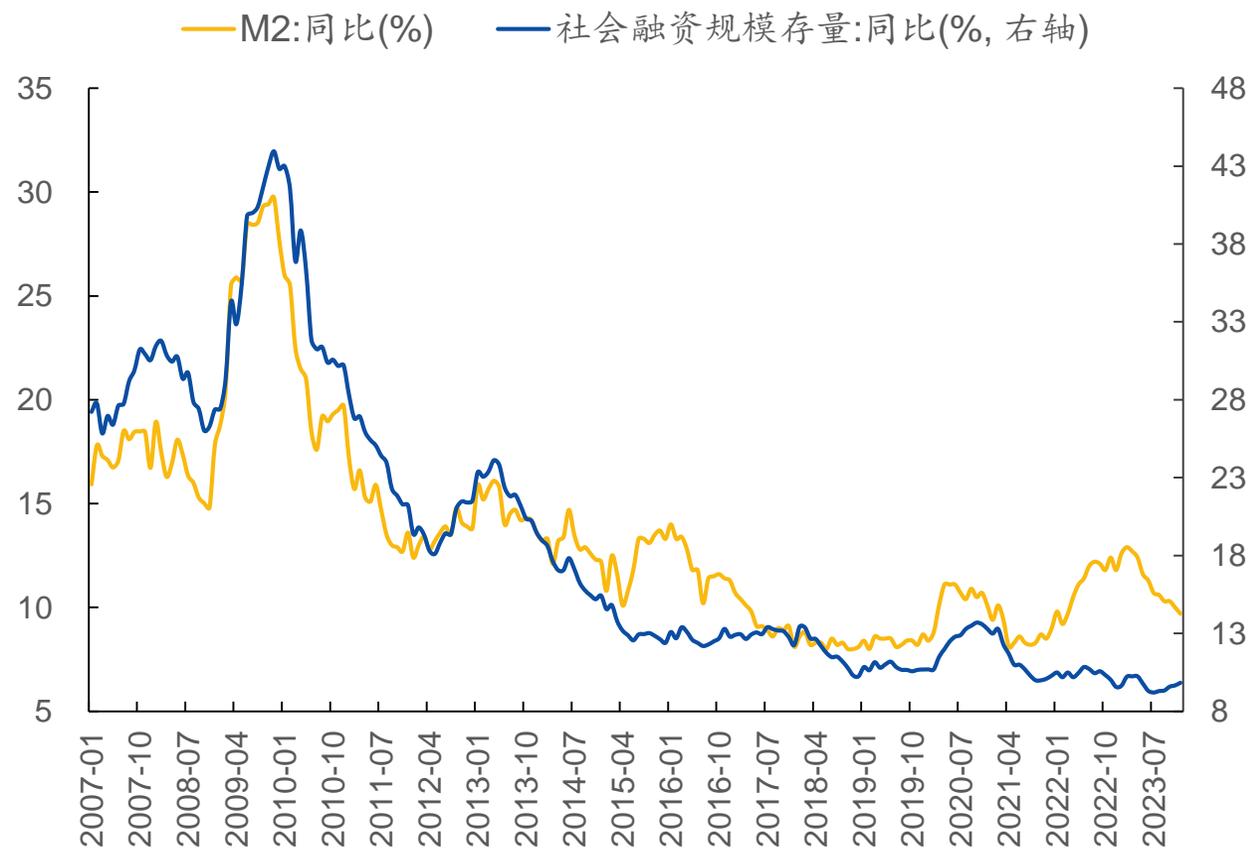


MO: 射出枪膛的子弹



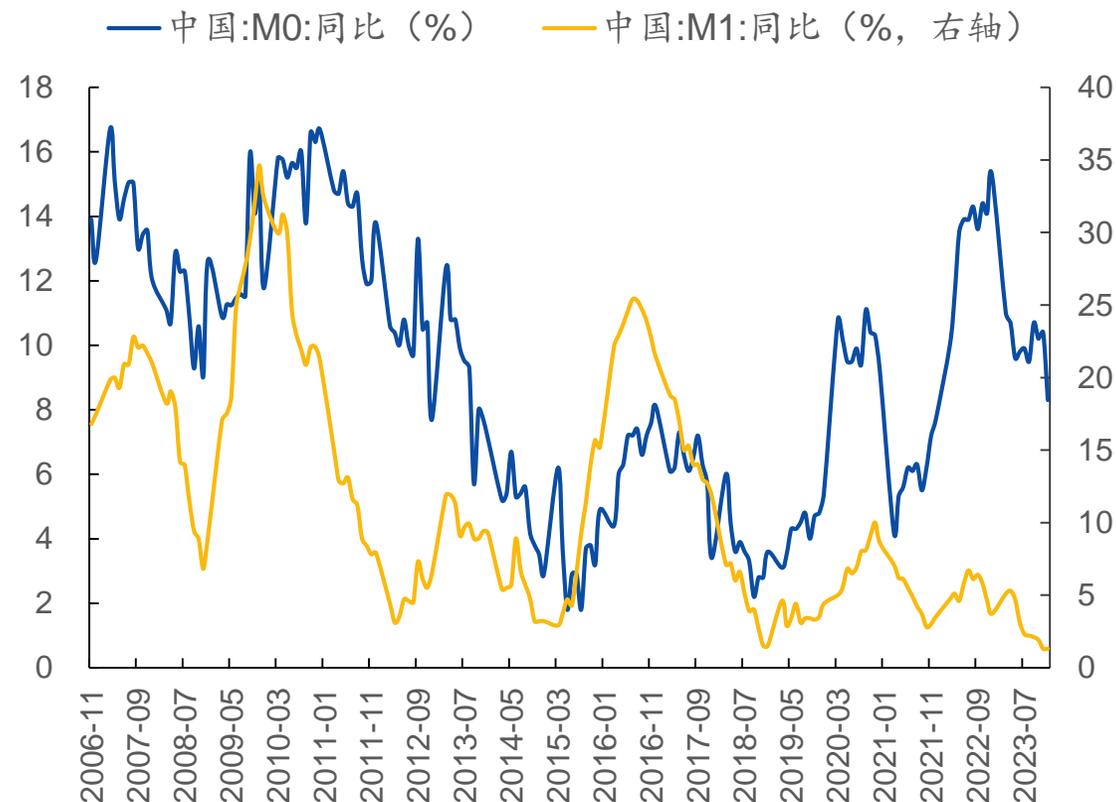
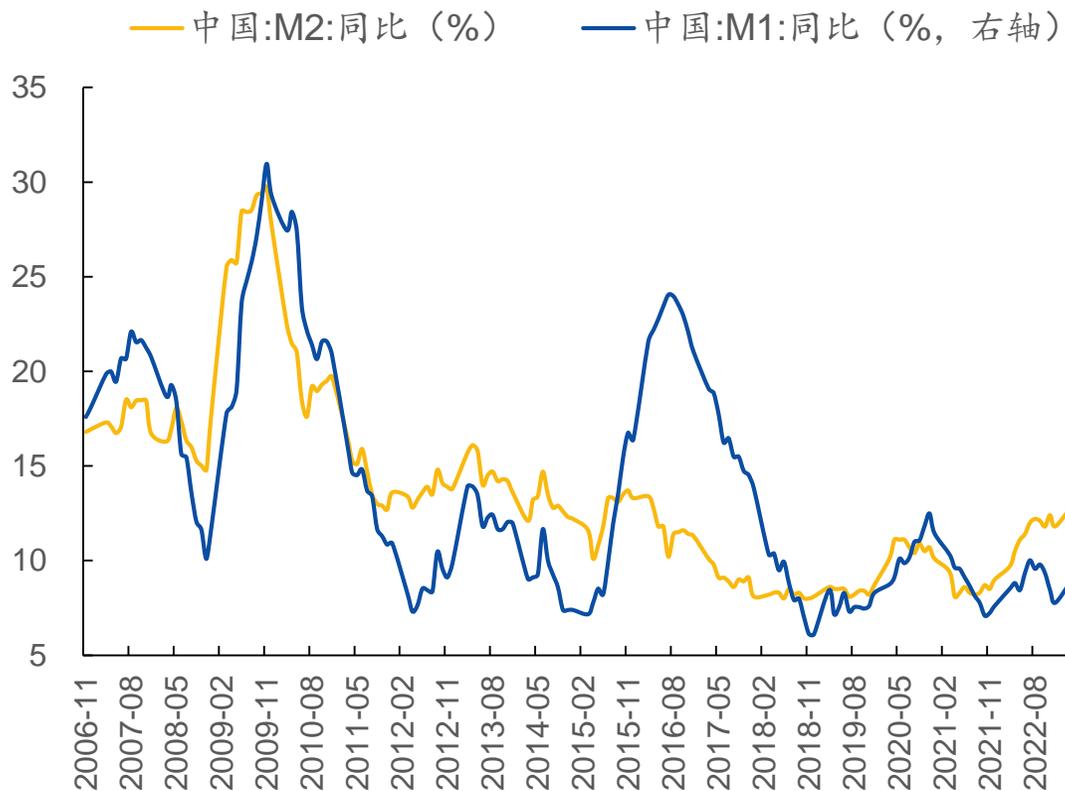
1.5 金融周期的运行模式

货币政策—银行间资金面—实体间资金面—风险偏好



1.5 金融周期的运行模式

货币政策—银行间资金面—实体间资金面—风险偏好



1. 一个关于流动性周期的通常框架

2. 利率债：最早启动的周期

3. 实体的短周期

4. 价格的周期（经济的名义增长）

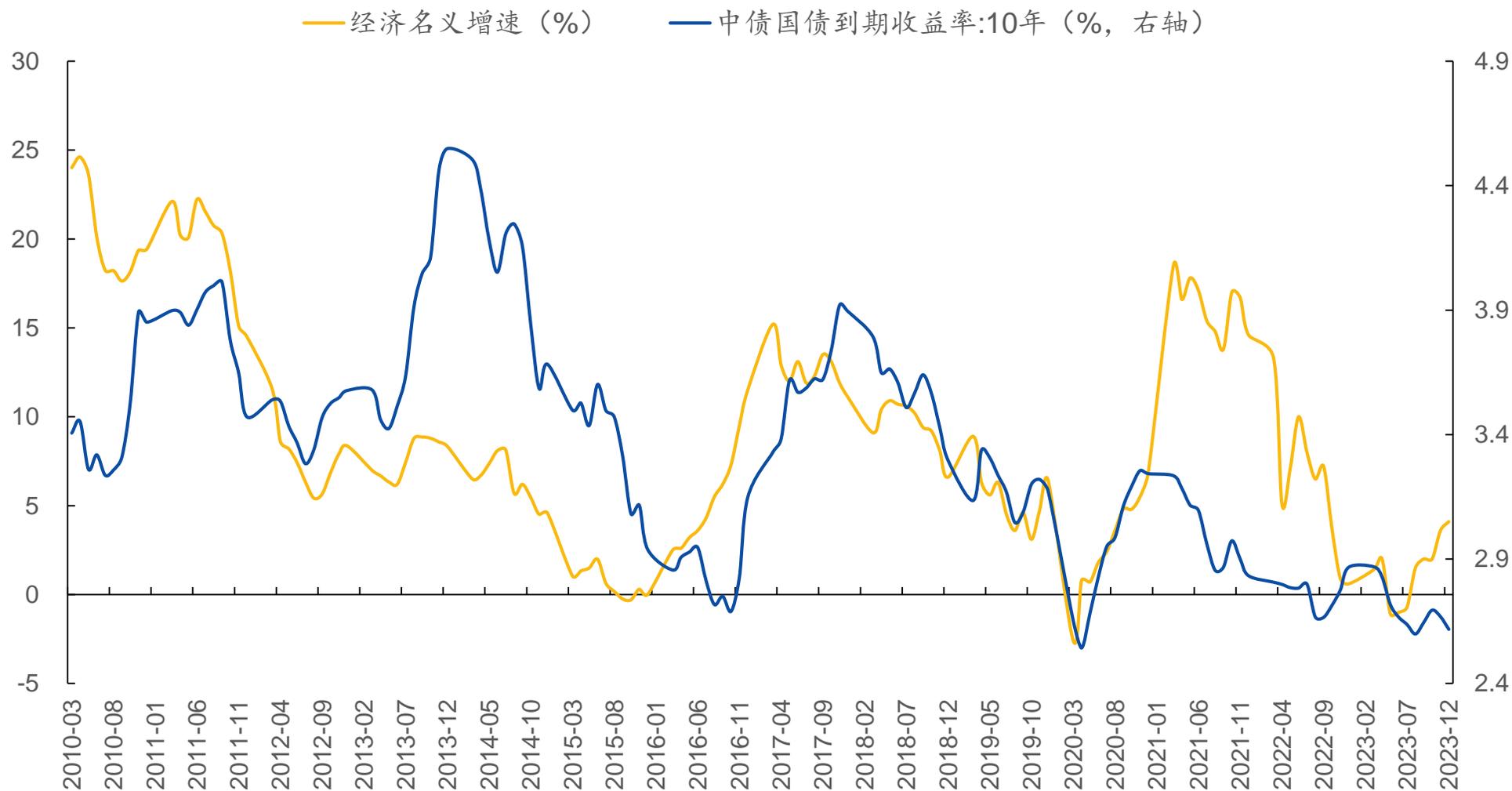
5. 权益的周期

6. 汇率的周期

7. 黄金及美元

2. 利率债：最早启动的周期

货币政策的最关键的决定者：经济名义增长率



1. 一个关于流动性周期的通常框架

2. 利率债：最早启动的周期

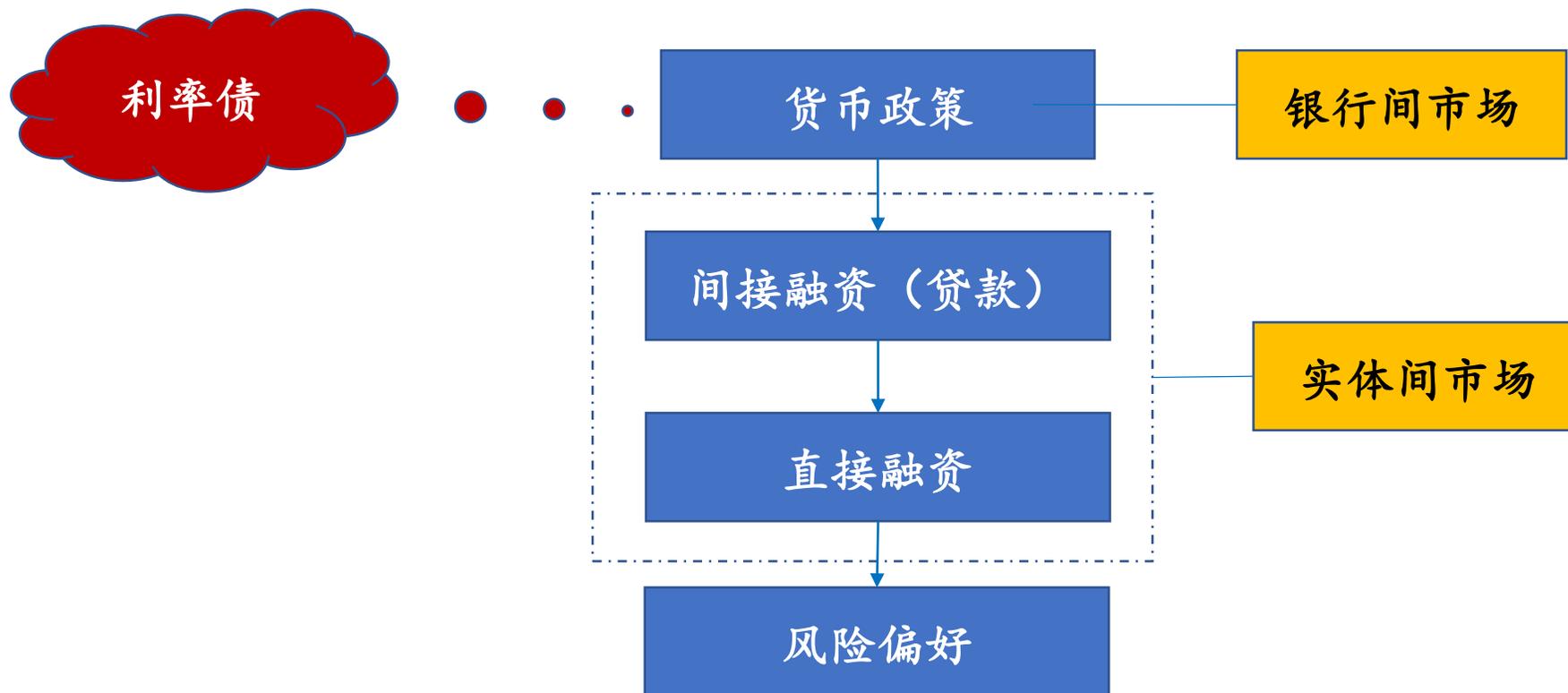
3. 实体的短周期

4. 价格的周期（经济的名义增长）

5. 权益的周期

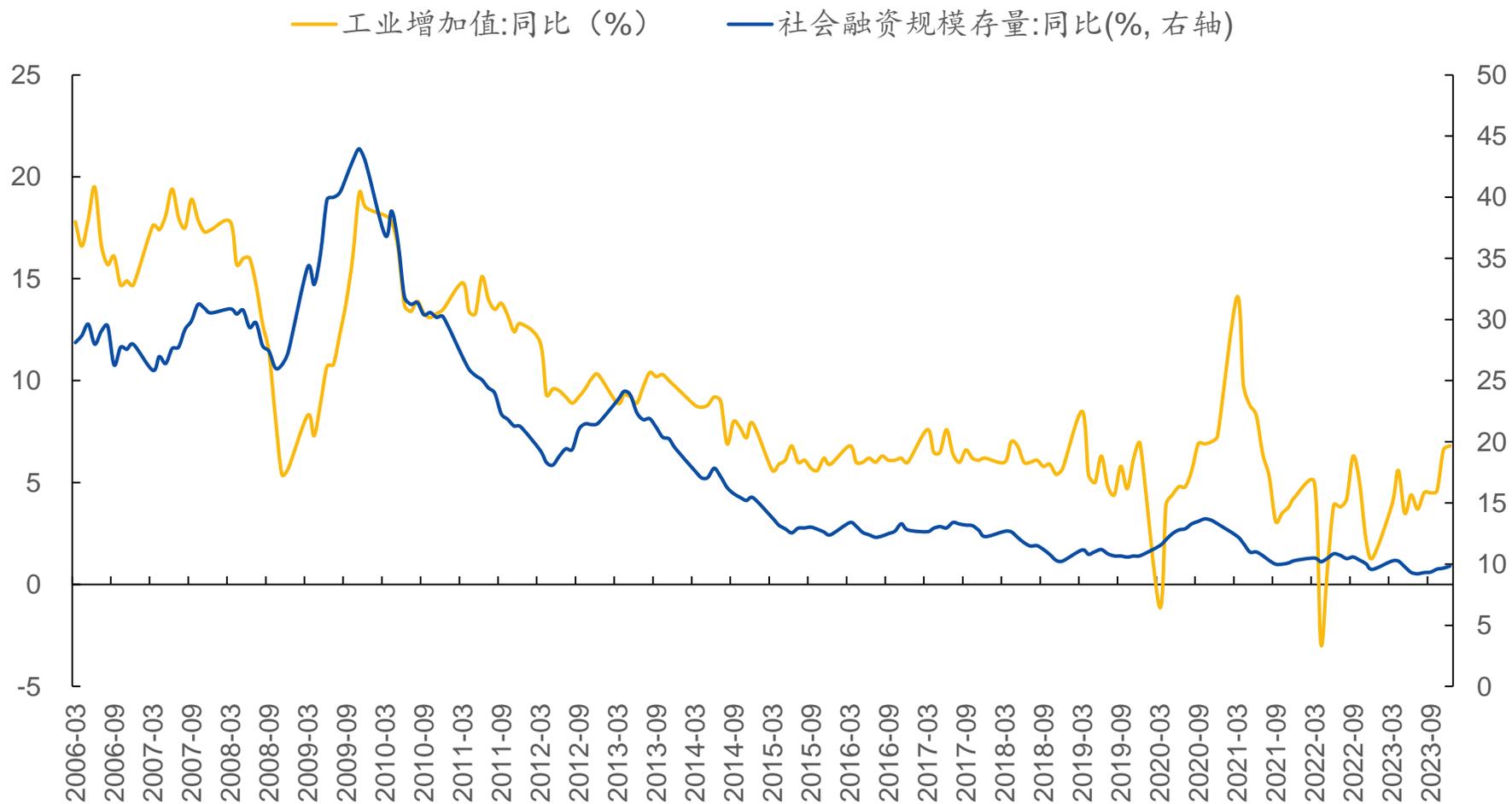
6. 汇率的周期

7. 黄金及美元



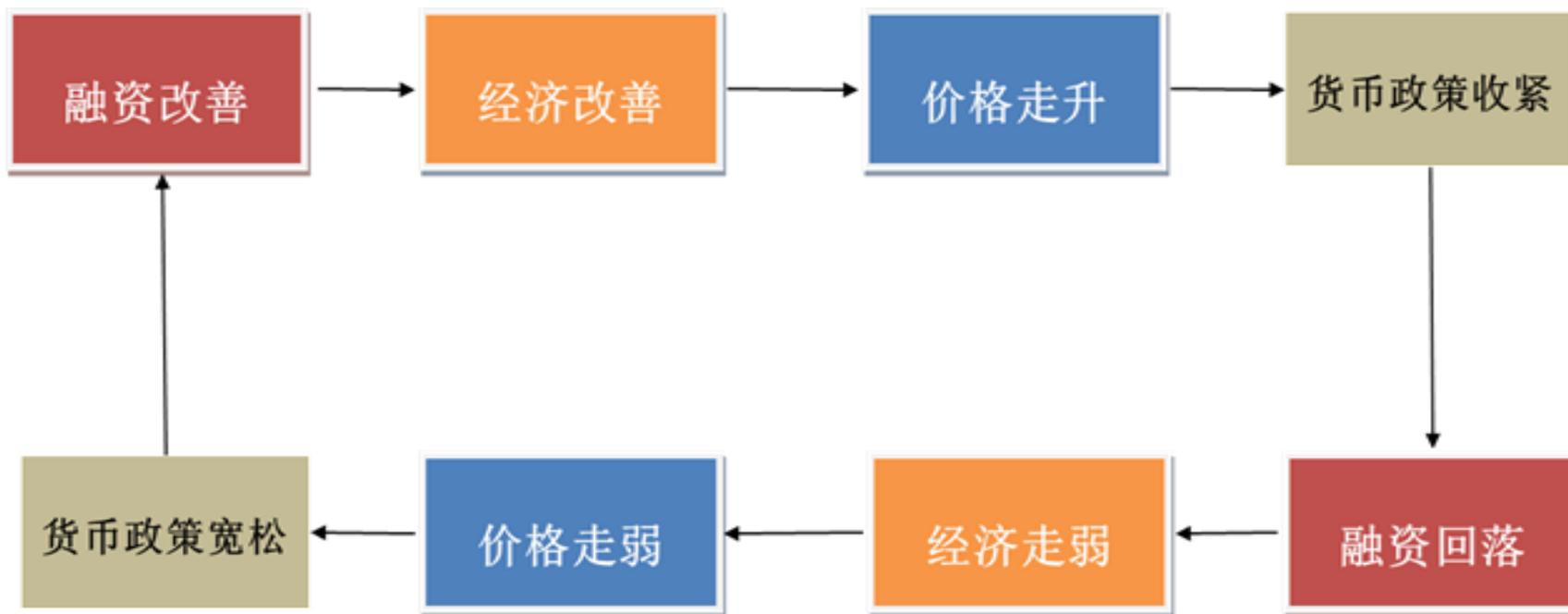
3. 实体的短周期

实体增长的轴：社会融资增长

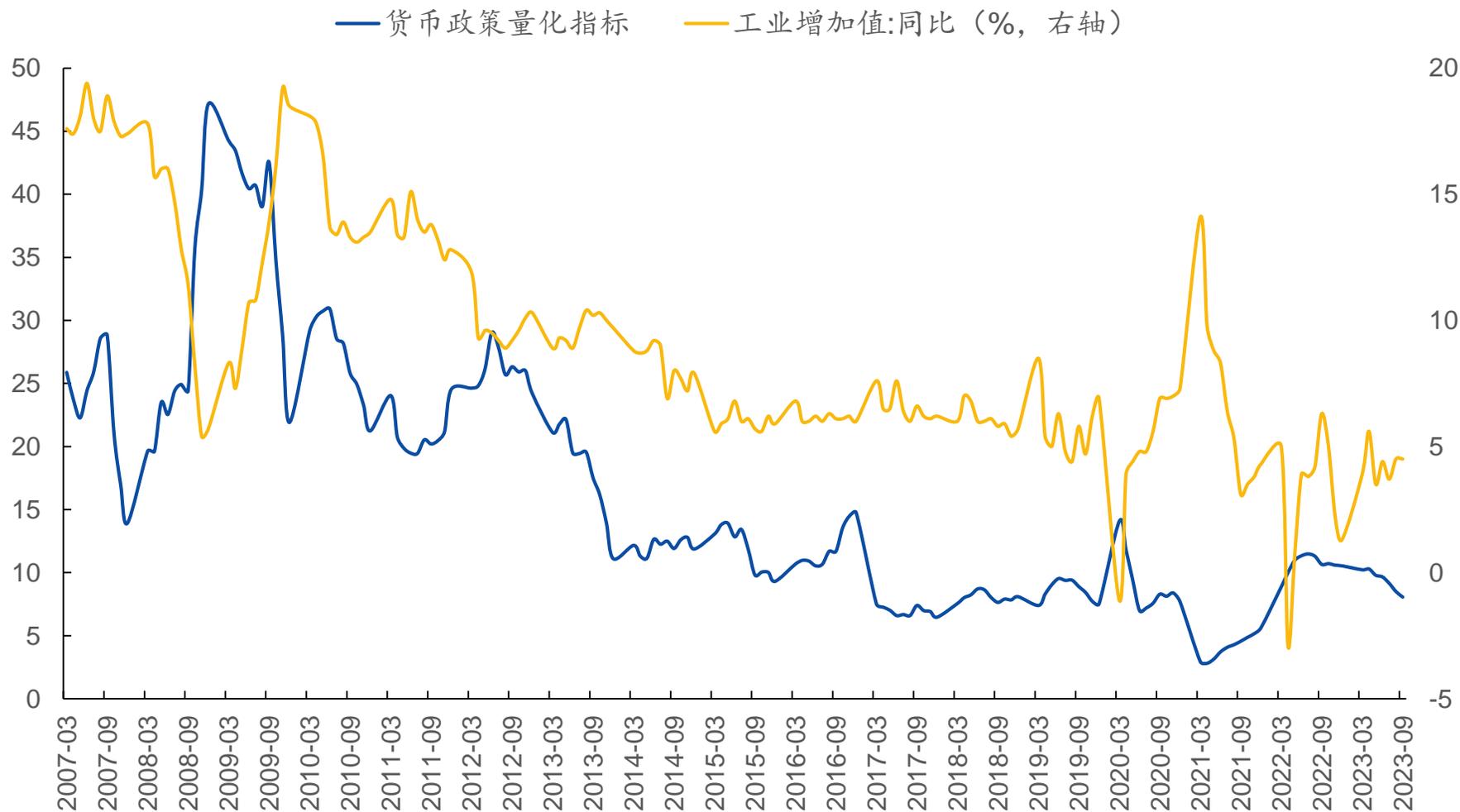


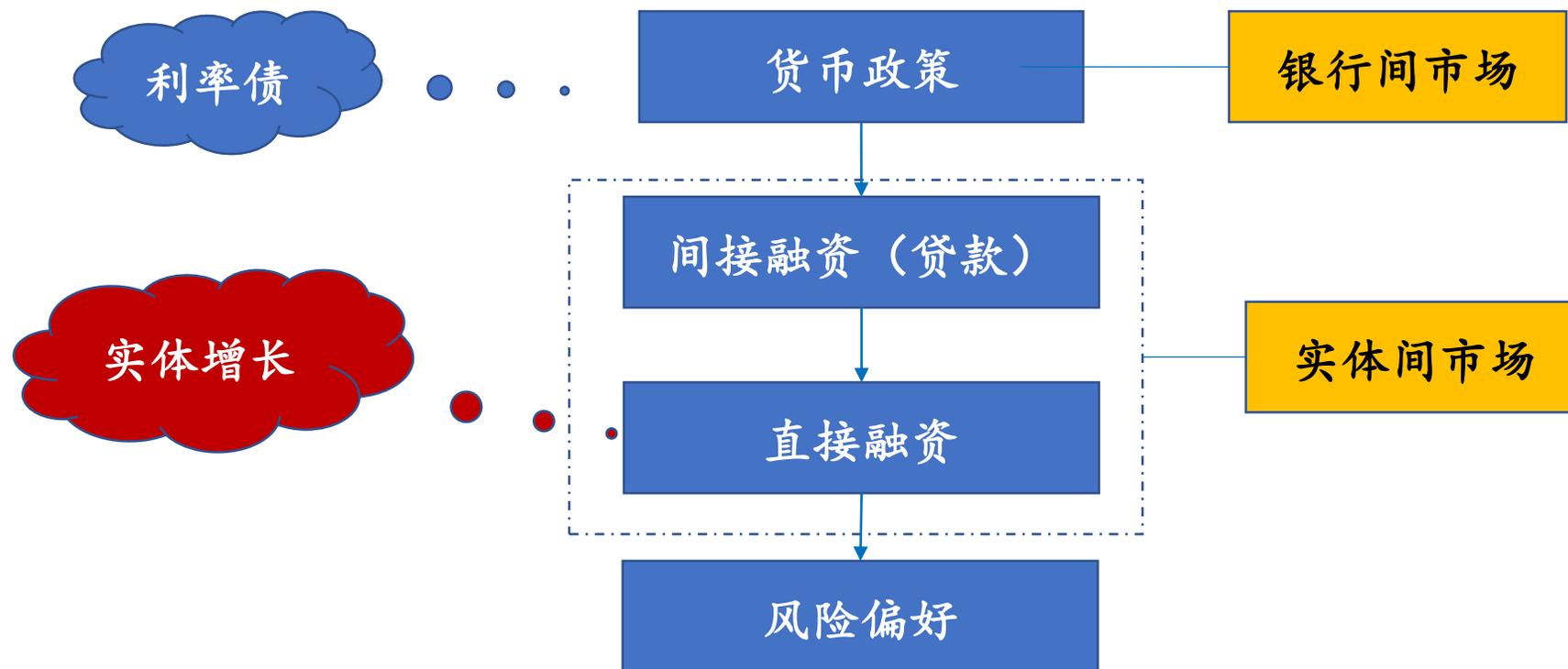
3. 实体的短周期

被嵌入金融周期的基钦周期：利率影响社融（实体），实体决定利率。



流动性与实体：作用与反作用

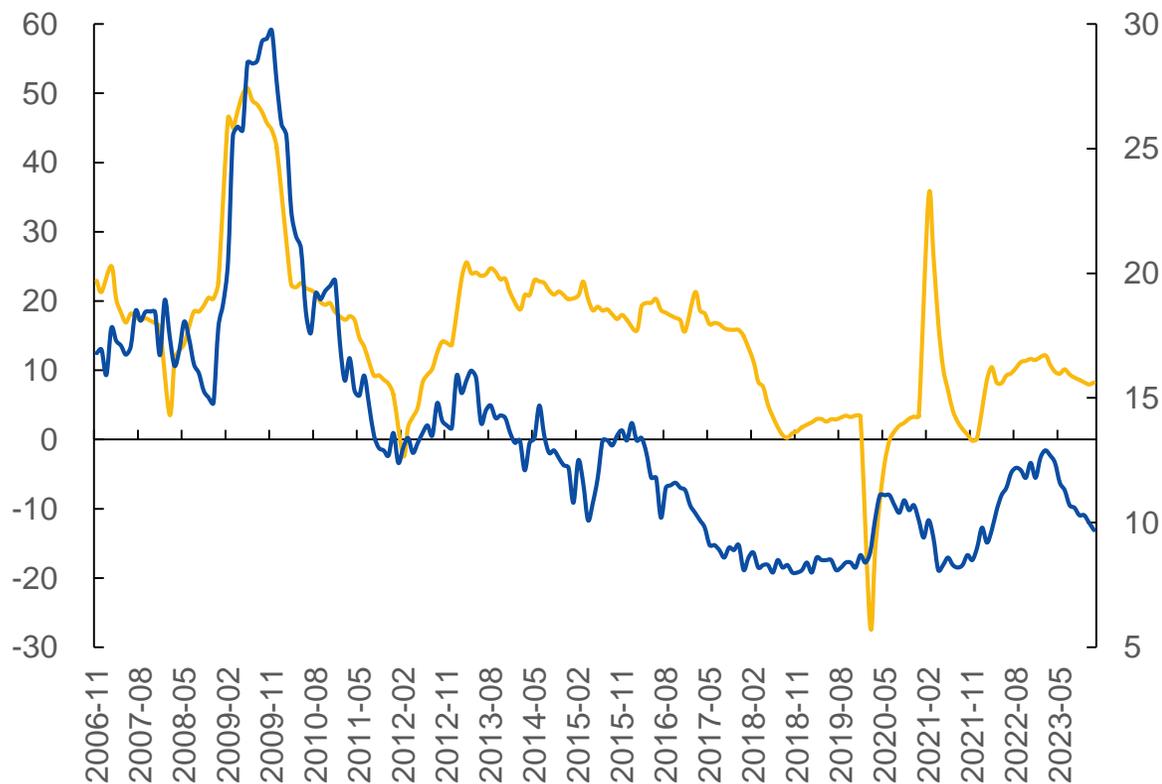




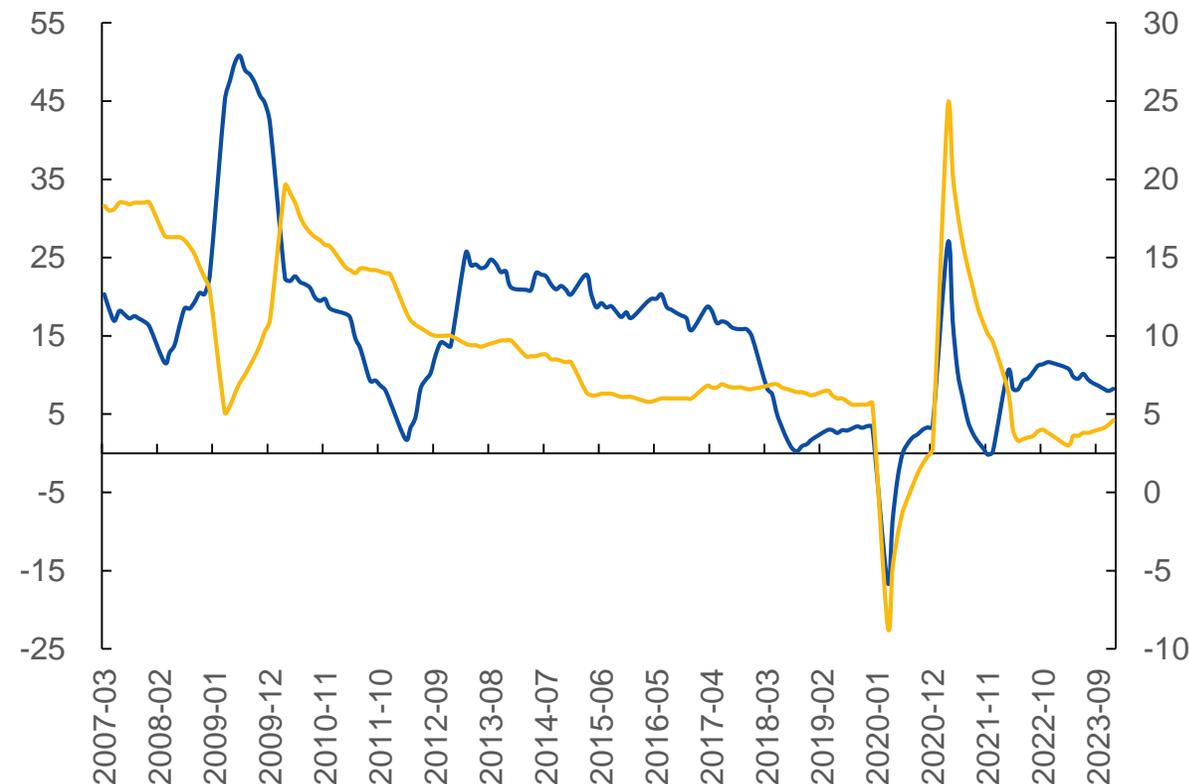
3. 实体的短周期

预判的关键指标：信贷、M2和基建

— 固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比(%)
— M2:同比(%，右轴)

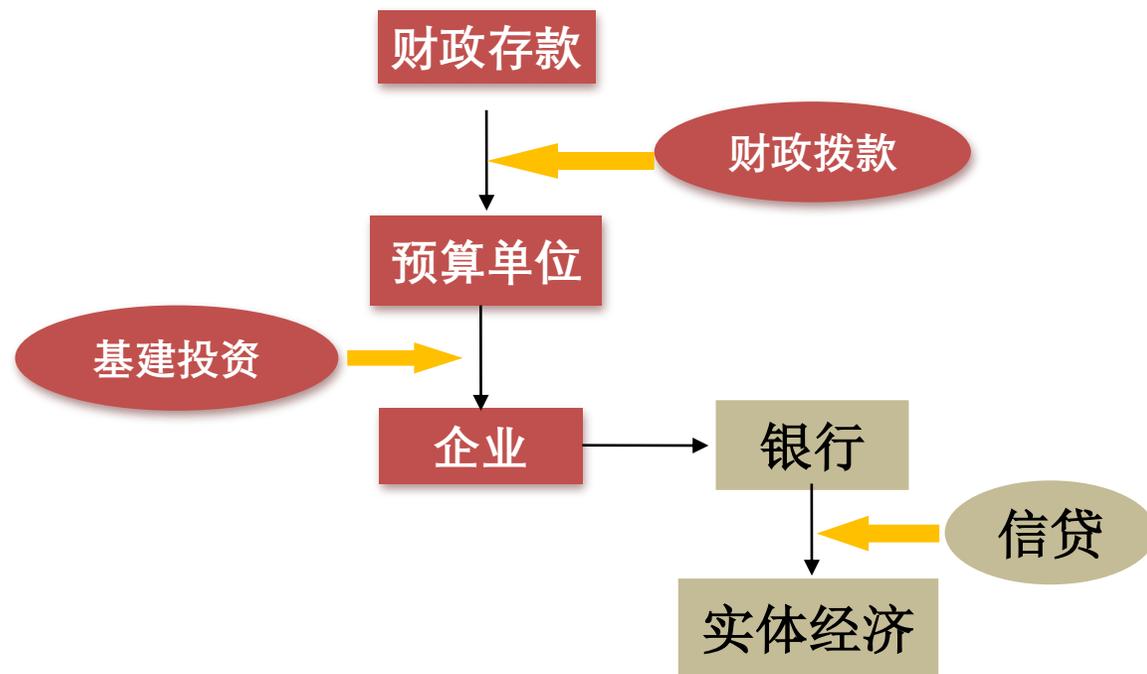
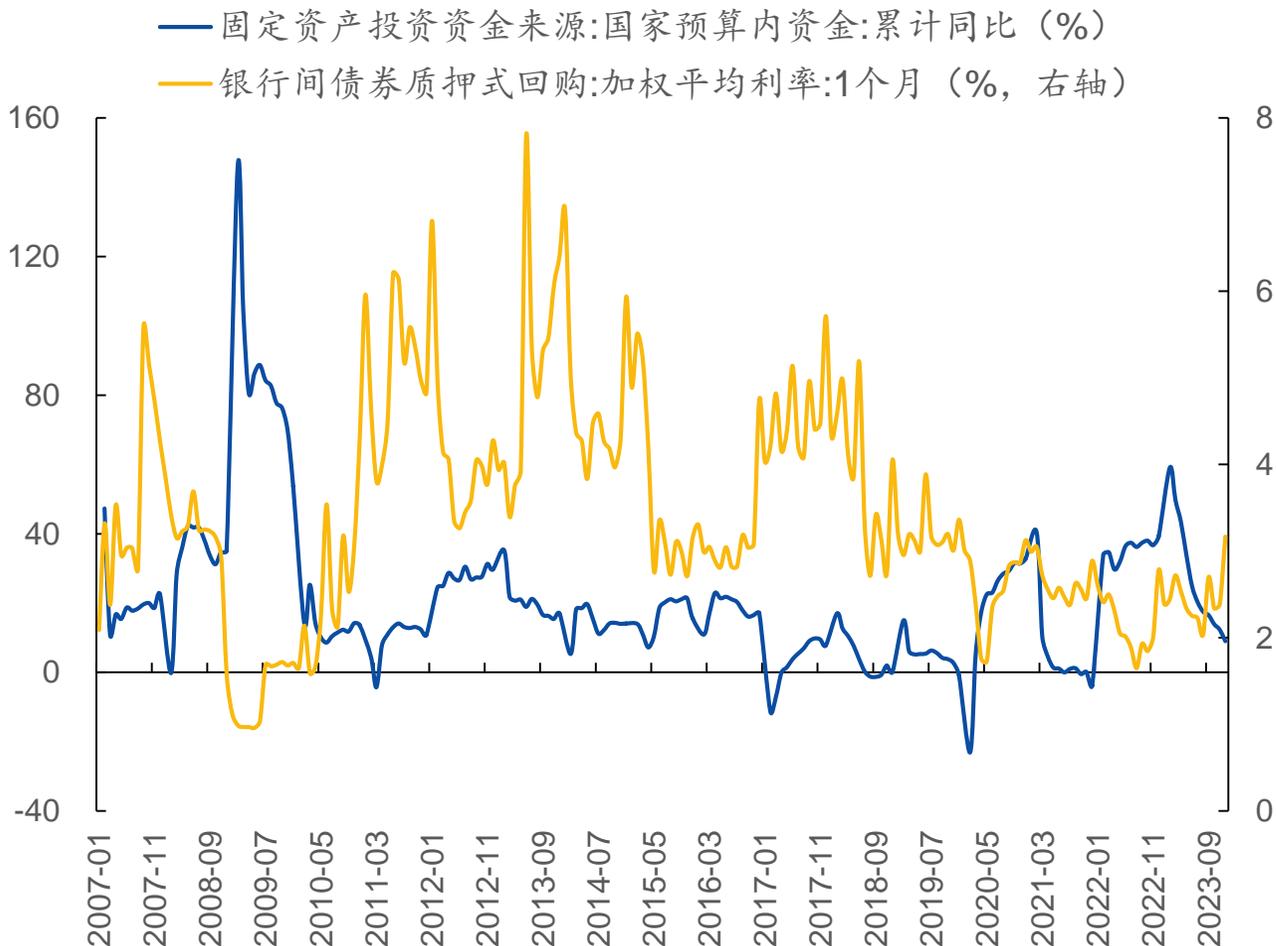


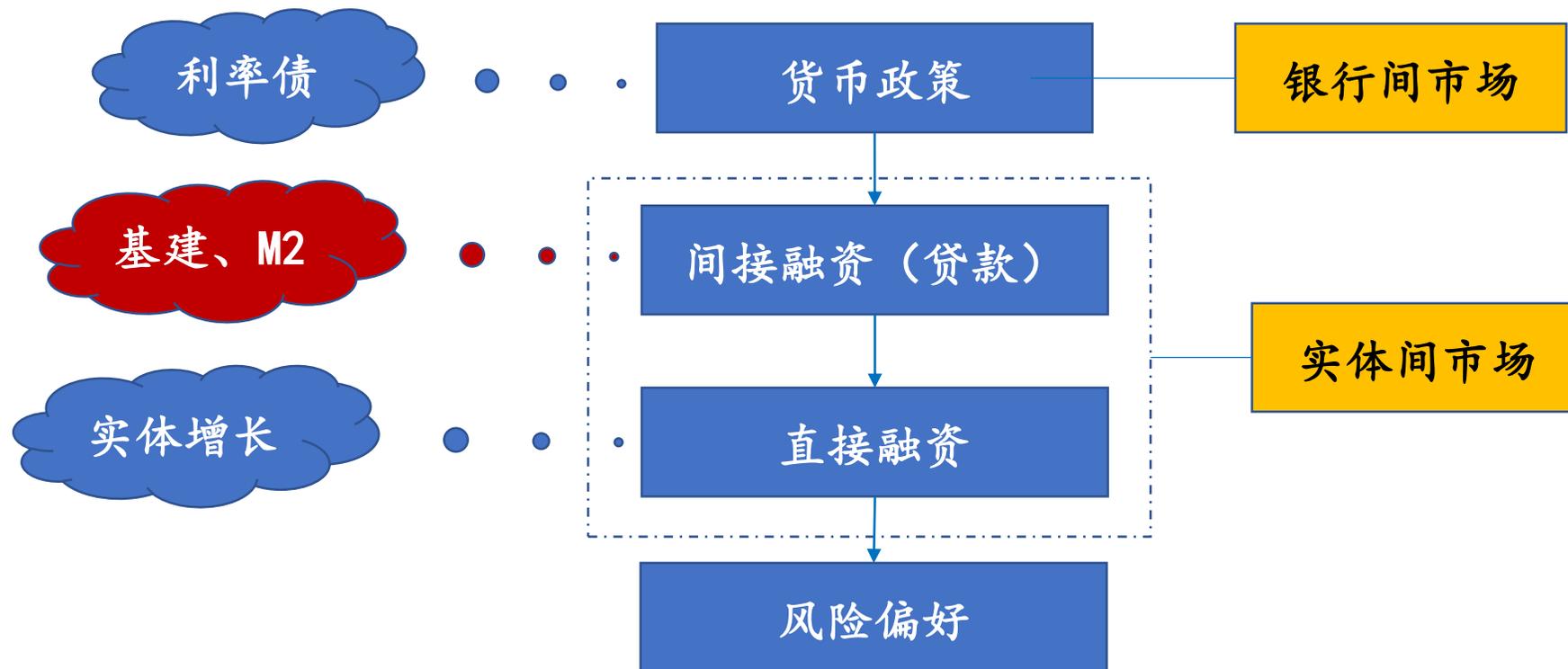
— 固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比 (%)
— 工业增加值:累计同比 (%，右轴)



3. 实体的短周期

财政也是一种准货币

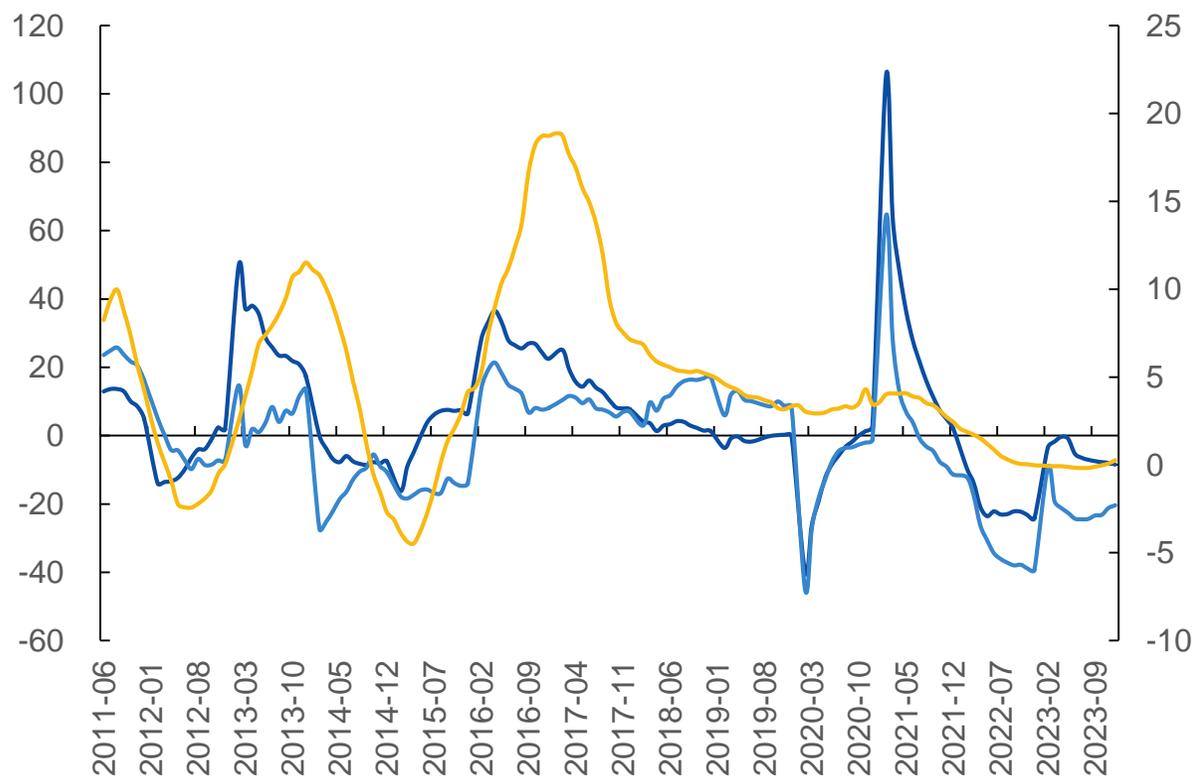




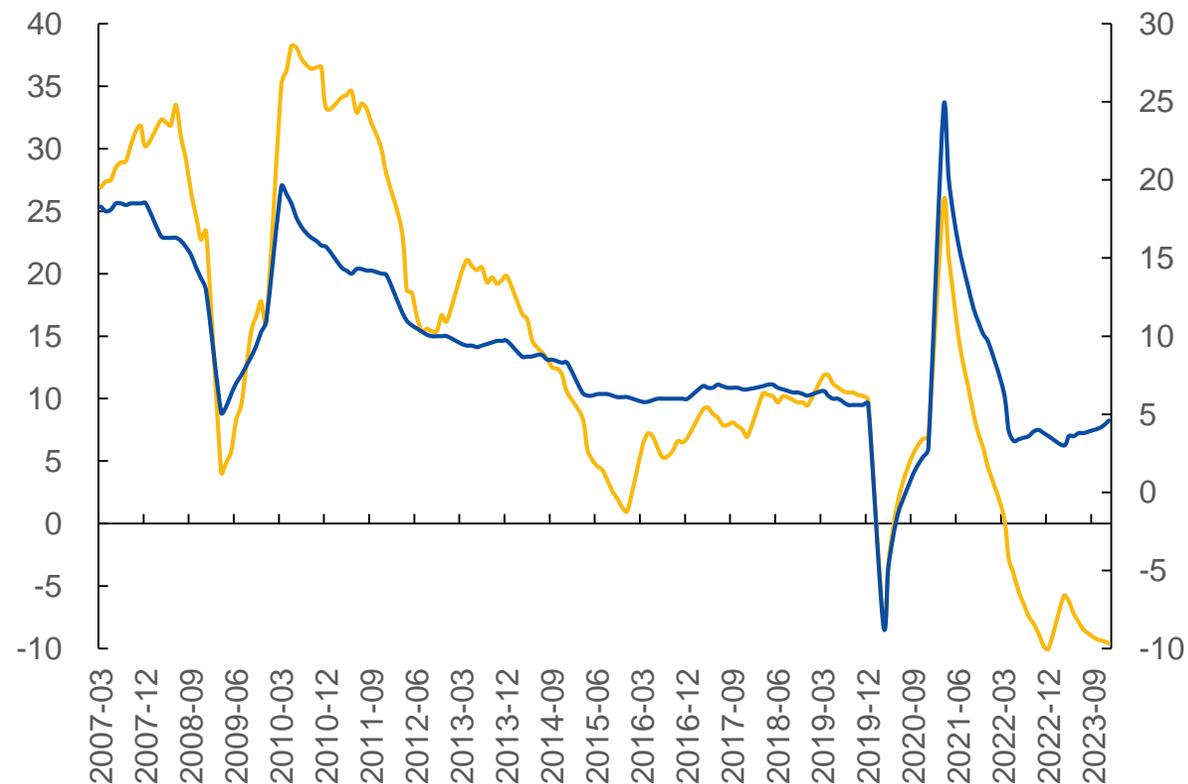
3. 实体的短周期

滞后的确认信号：地产投资

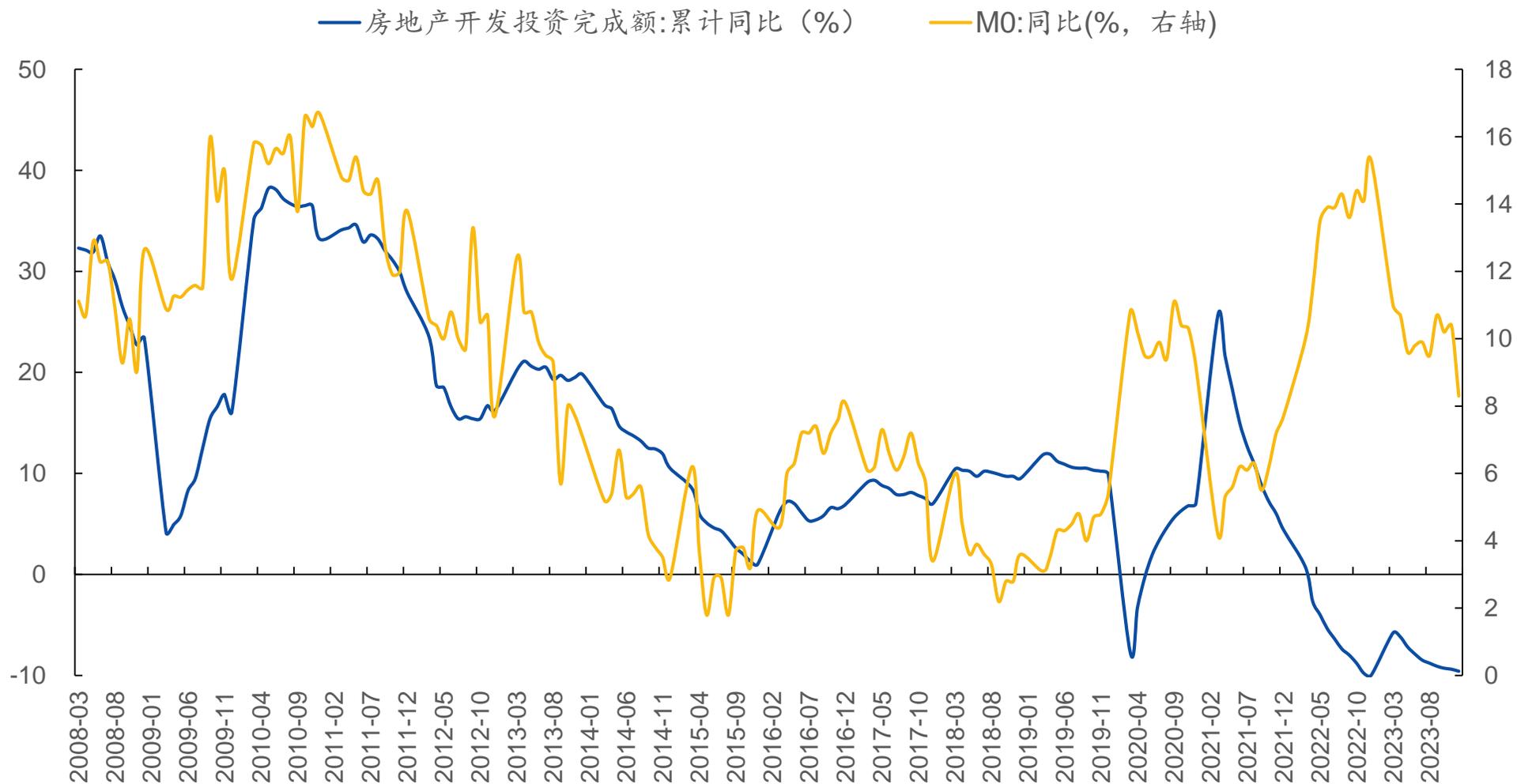
商品房销售面积:累计同比 (%) 房屋新开工面积:累计同比 (%)
百城住宅价格指数:同比 (%) (右轴)

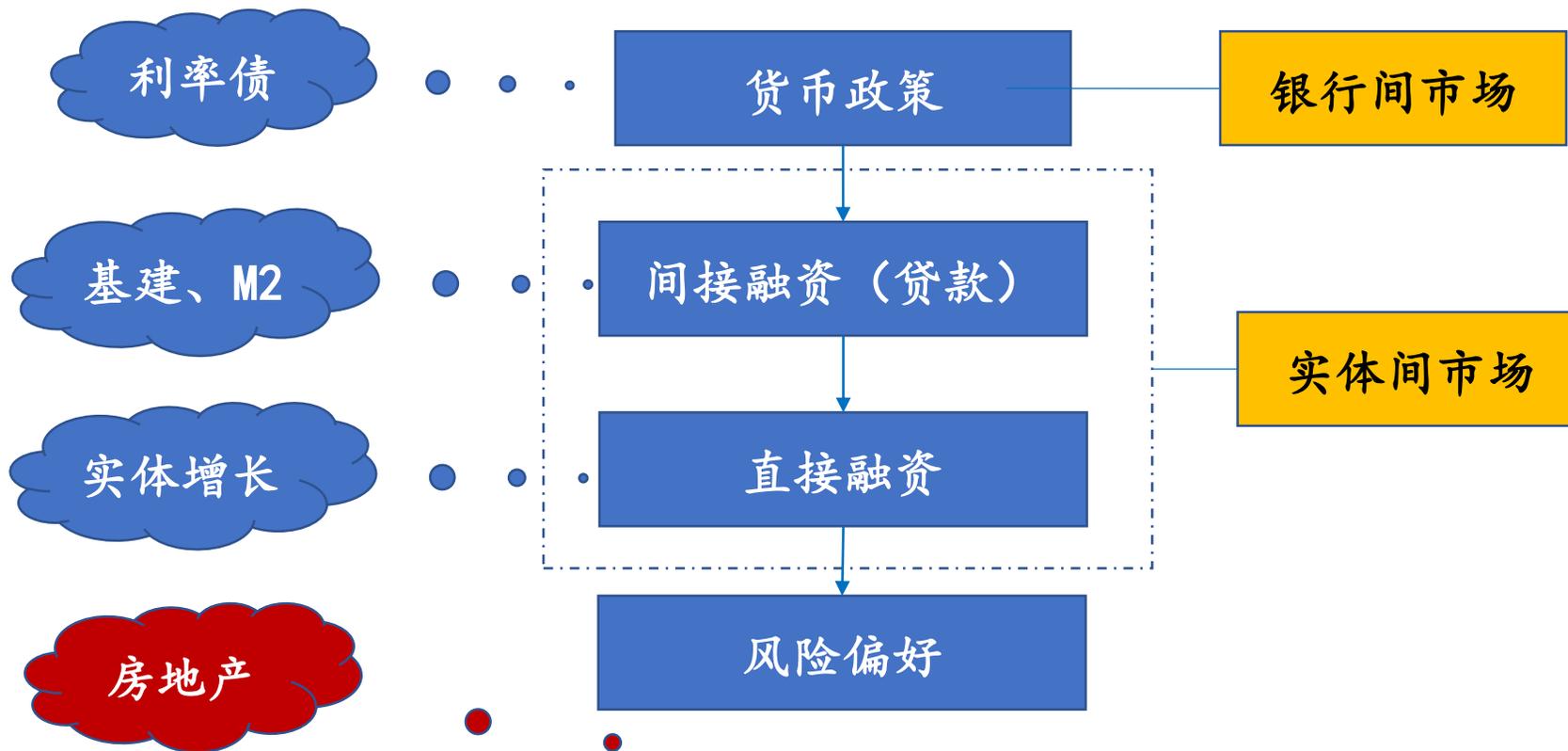


房地产开发投资完成额:累计同比 (%)
工业增加值:累计同比 (%) (右轴)

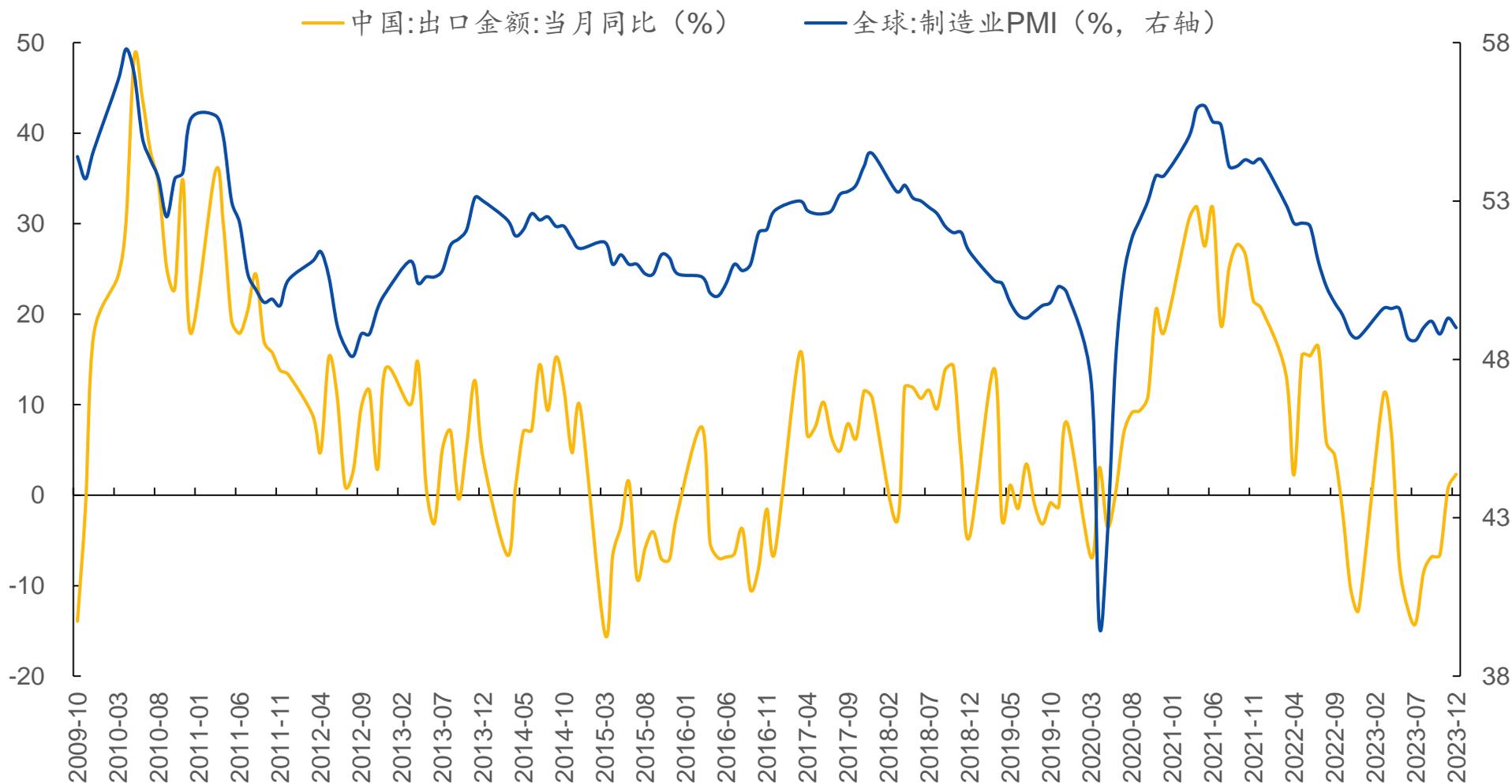


滞后的确认信号：地产投资

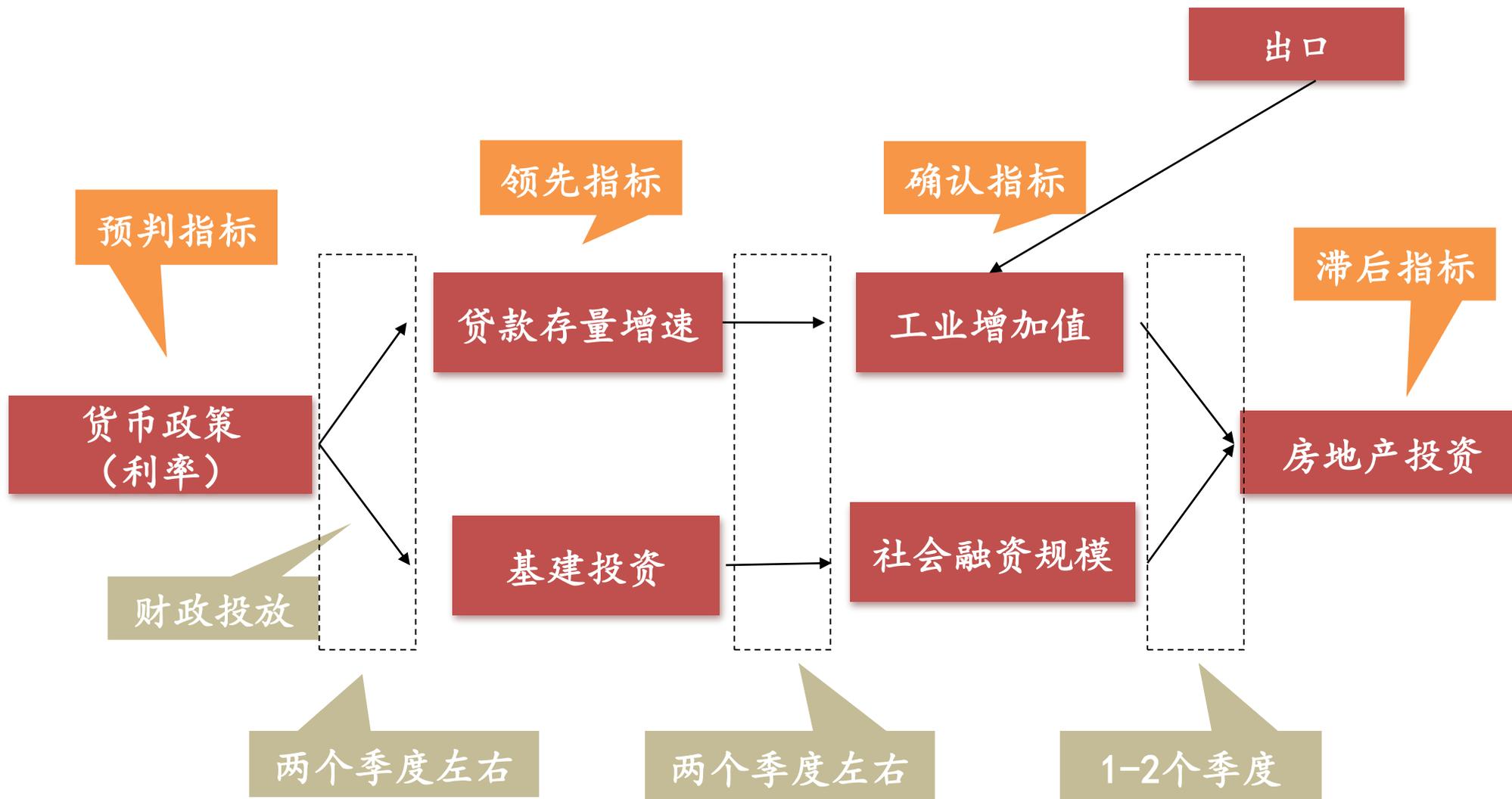




外生的力量：出口



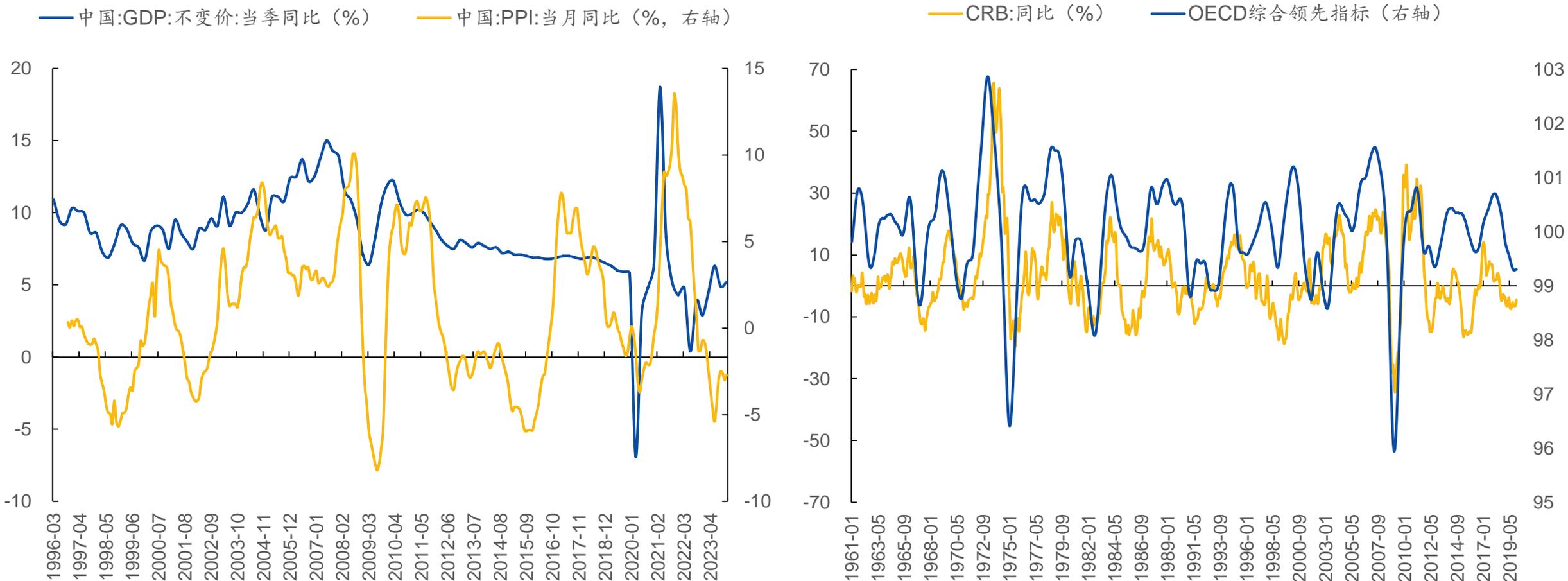
3. 实体的短周期



1. 一个关于流动性周期的通常框架
2. 利率债：最早启动的周期
3. 实体的短周期
4. 价格的周期（经济的名义增长）
5. 权益的周期
6. 汇率的周期
7. 黄金及美元

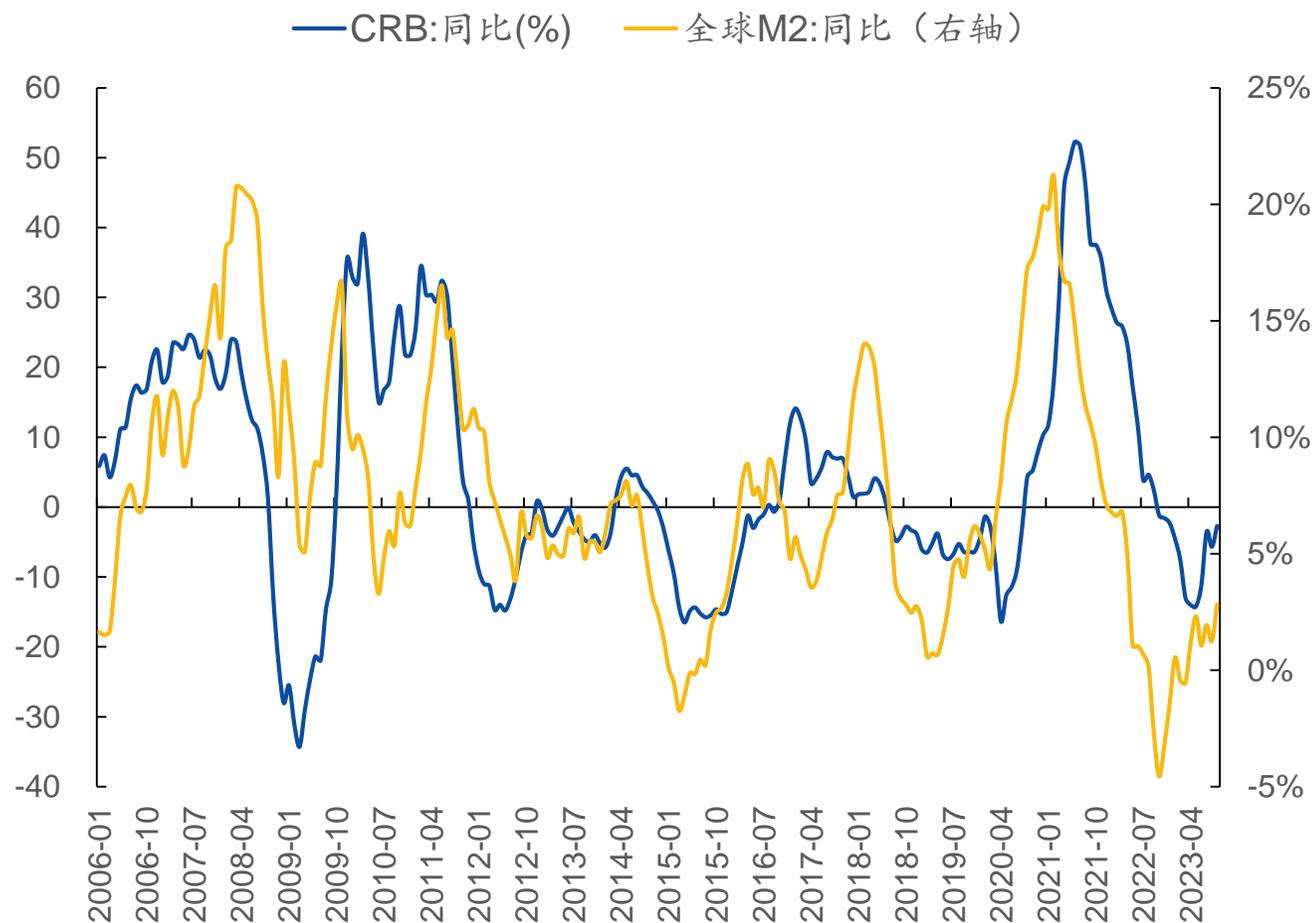
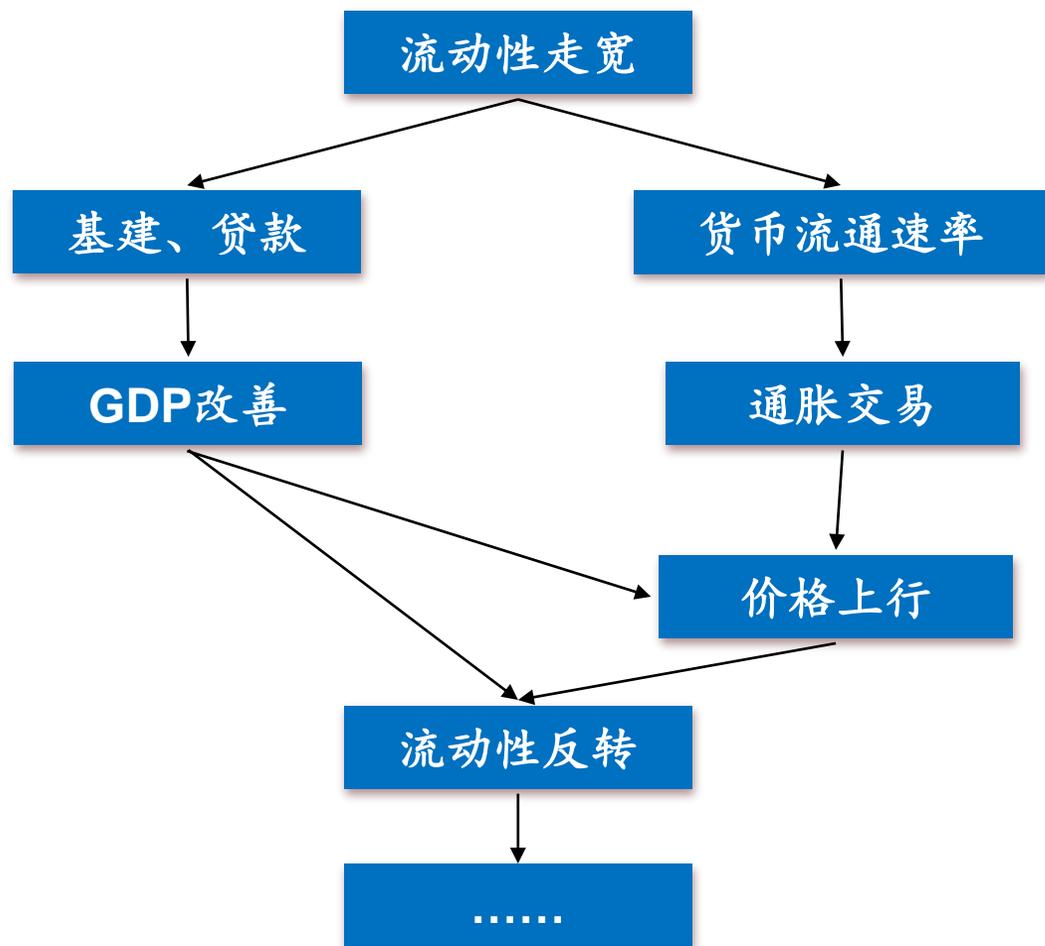
4. 价格的周期（经济的名义增长）

经济增长是带动价格的唯一力量吗？



4. 大宗商品的金融属性

大宗商品：实体属性与金融属性

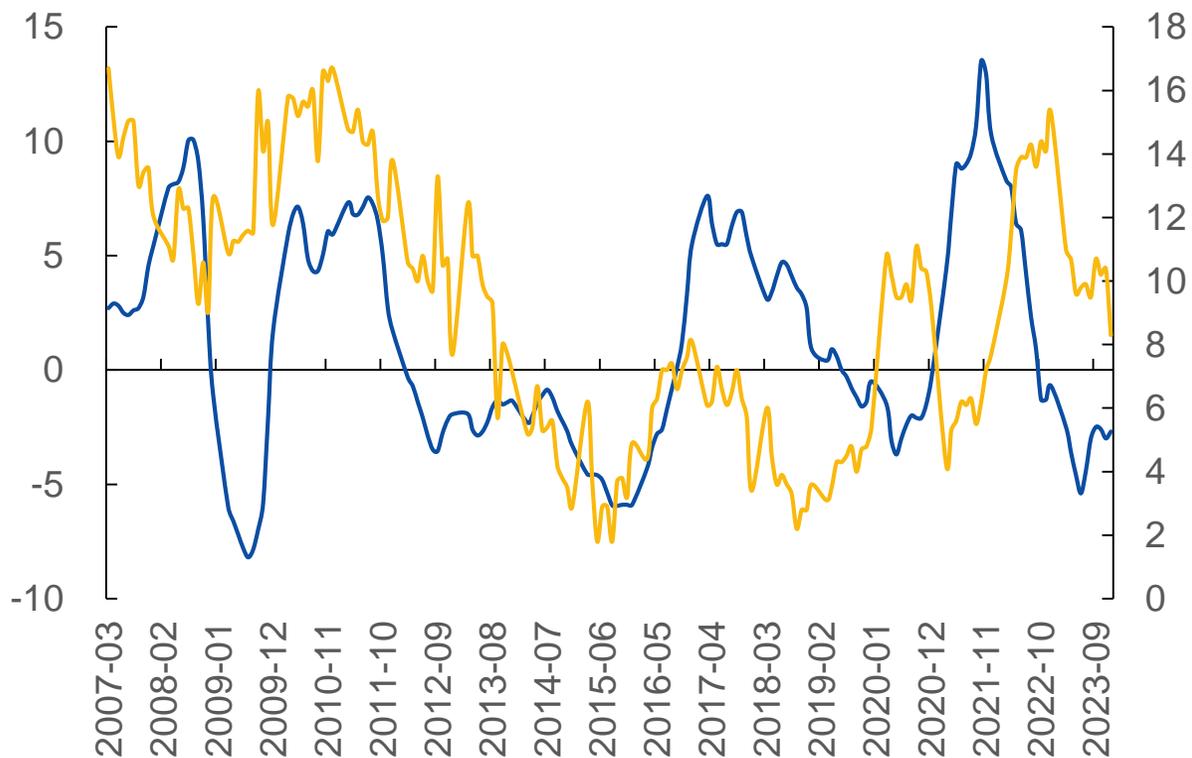


数据来源：Wind，国元证券研究所

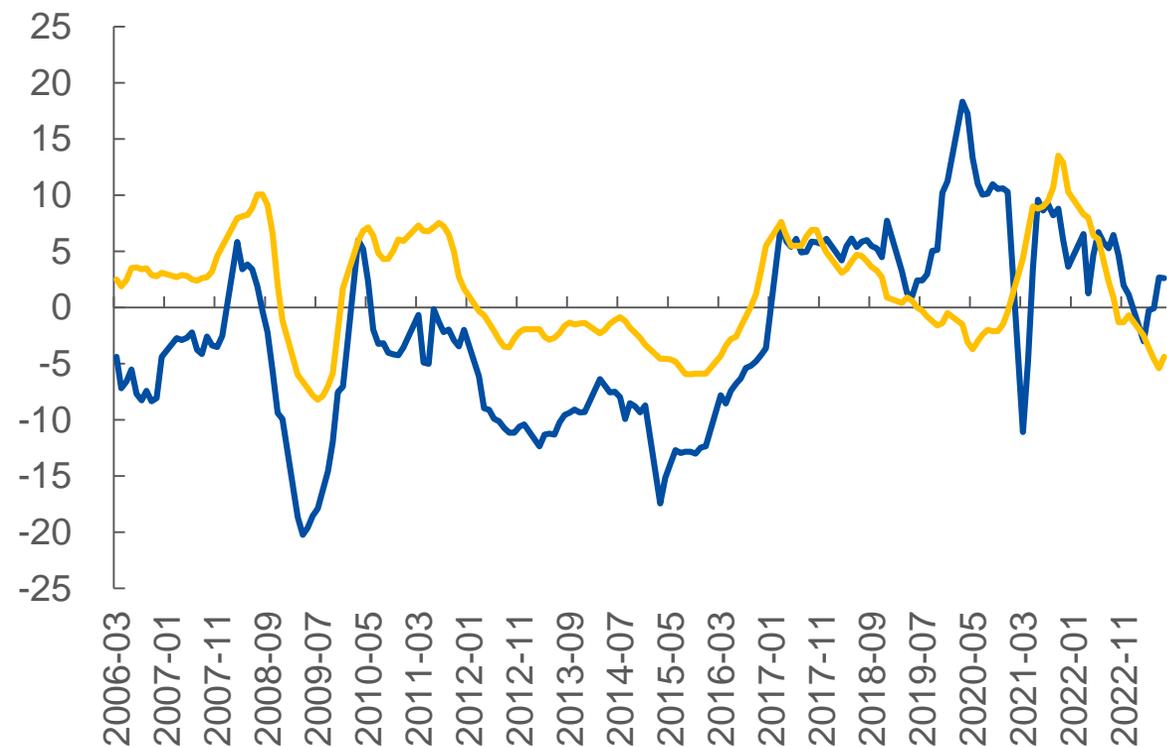
4. 大宗商品的金融属性

大宗商品：背后的风险偏好周期

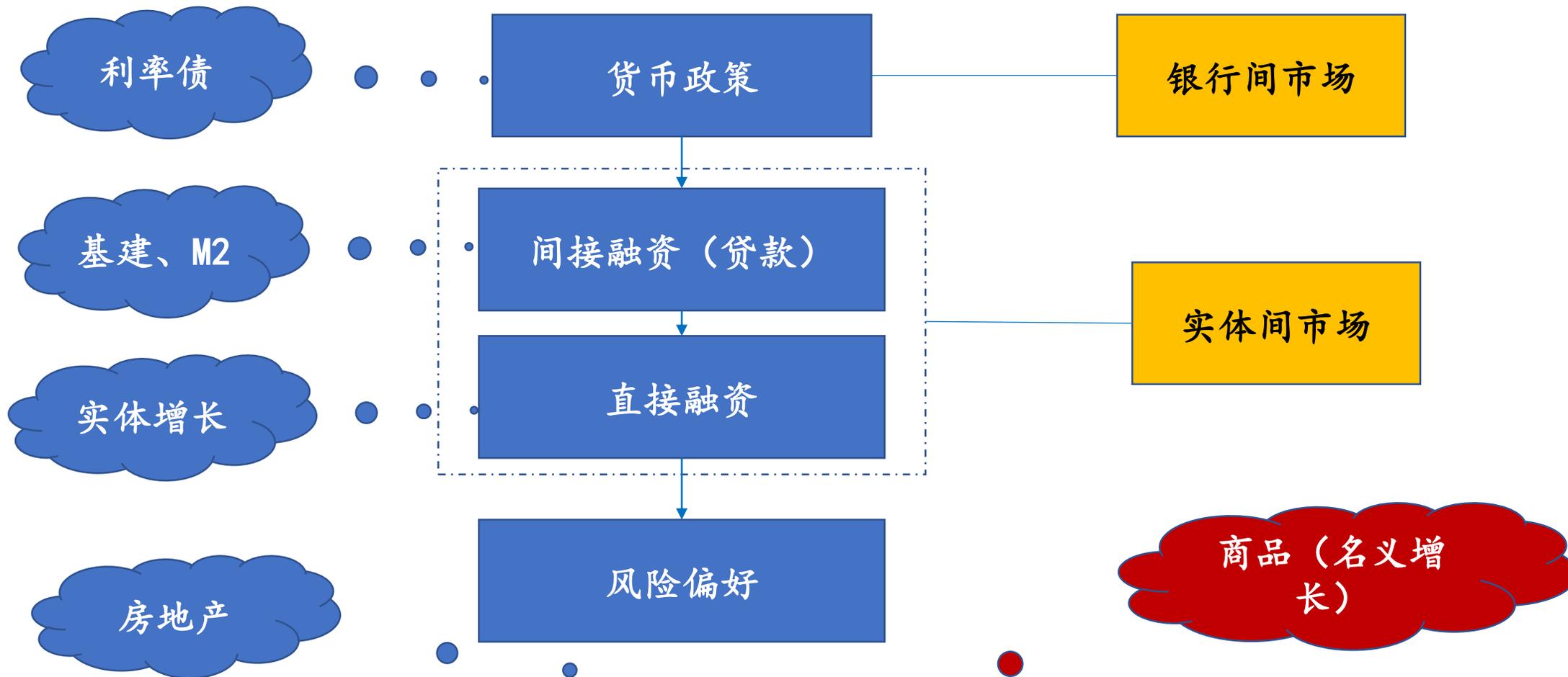
— 中国:PPI:全部工业品:当月同比 — 中国:M0:同比 (右轴)



— 中国：企业部门库存：实际口径 — 中国:PPI:全部工业品:当月同比



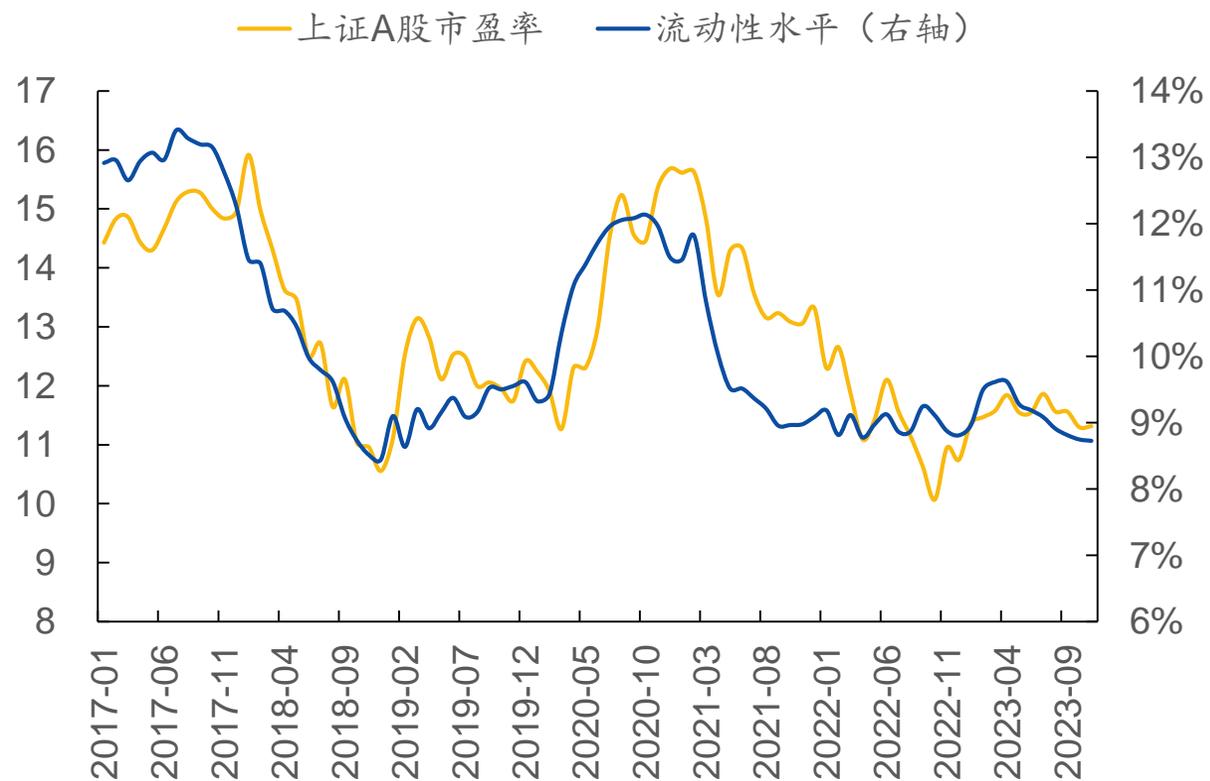
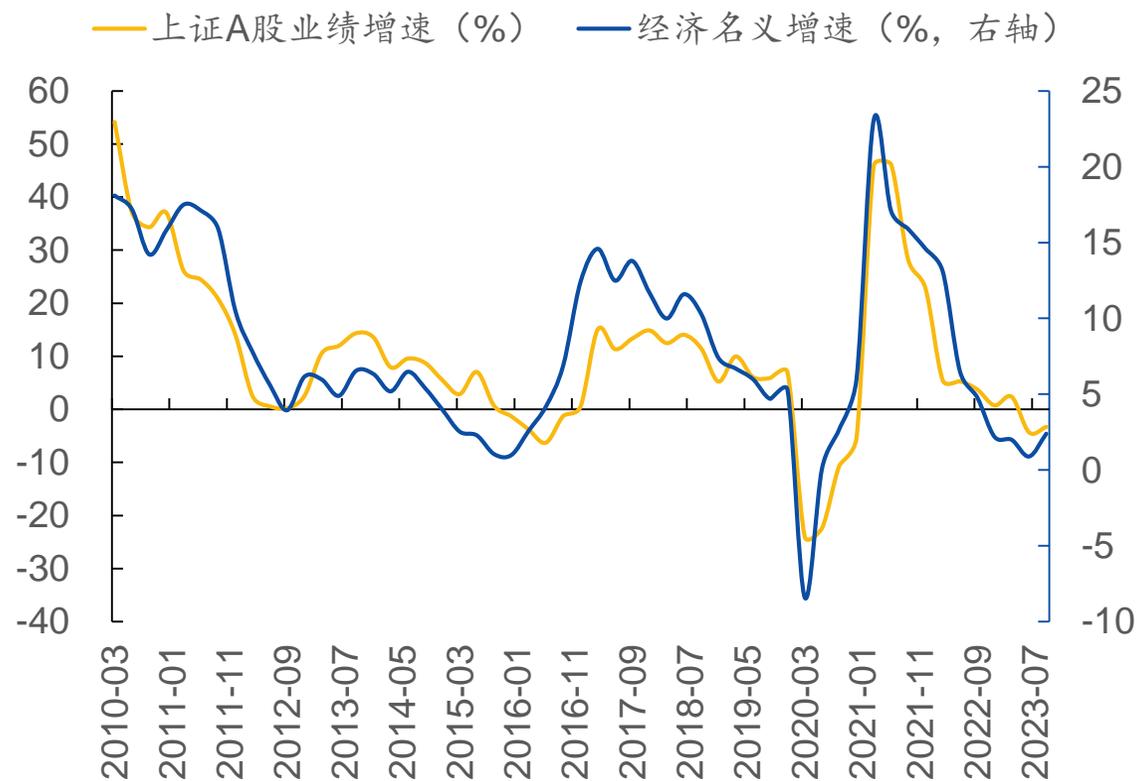
4. 大宗商品的金融属性



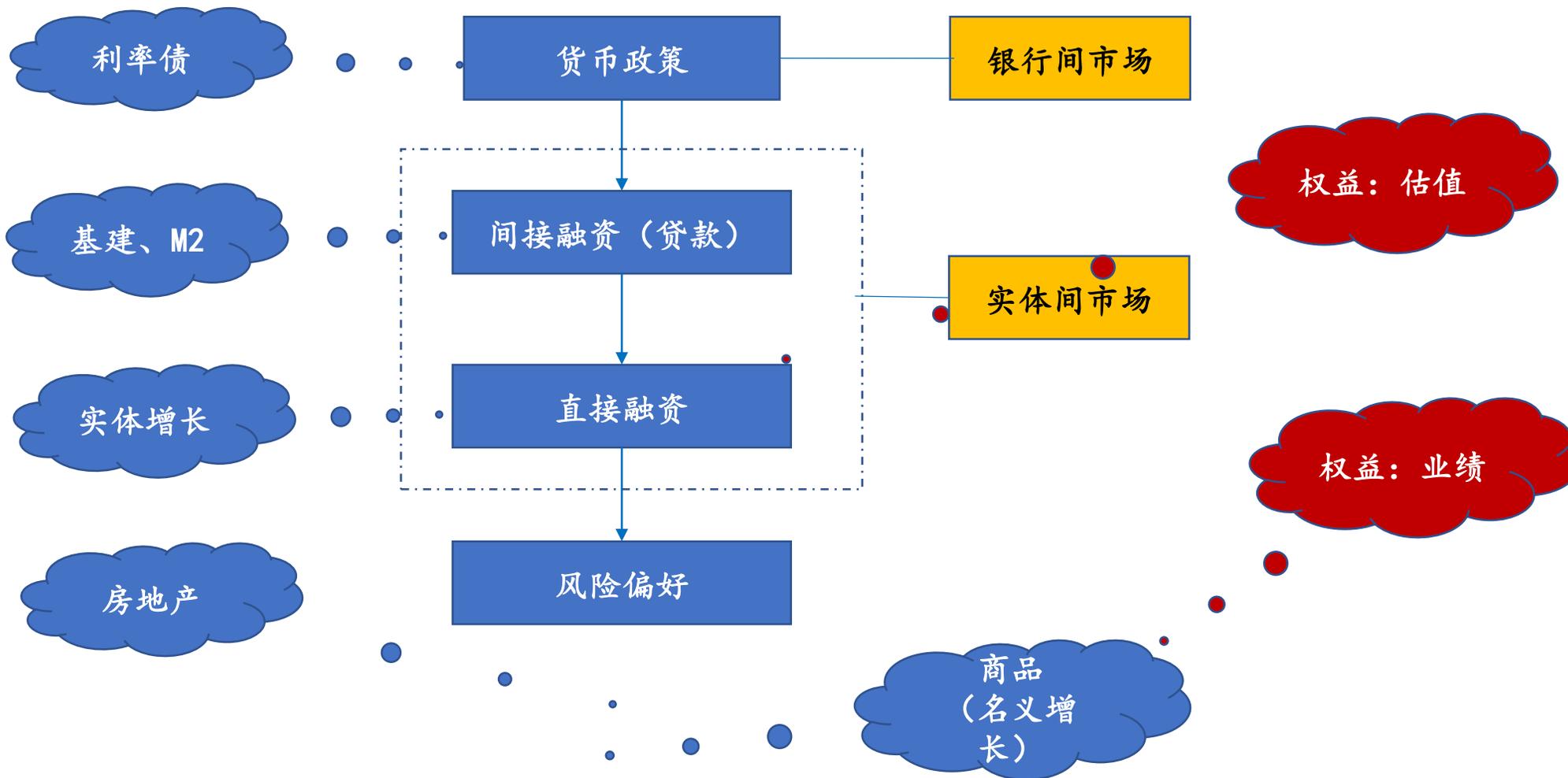
1. 一个关于流动性周期的通常框架
2. 利率债：最早启动的周期
3. 实体的短周期
4. 价格的周期（经济的名义增长）
- 5. 权益的周期**
6. 汇率的周期
7. 黄金及美元

5. 权益的周期

估值由流动性（融资）决定，业绩由名义增长率决定。



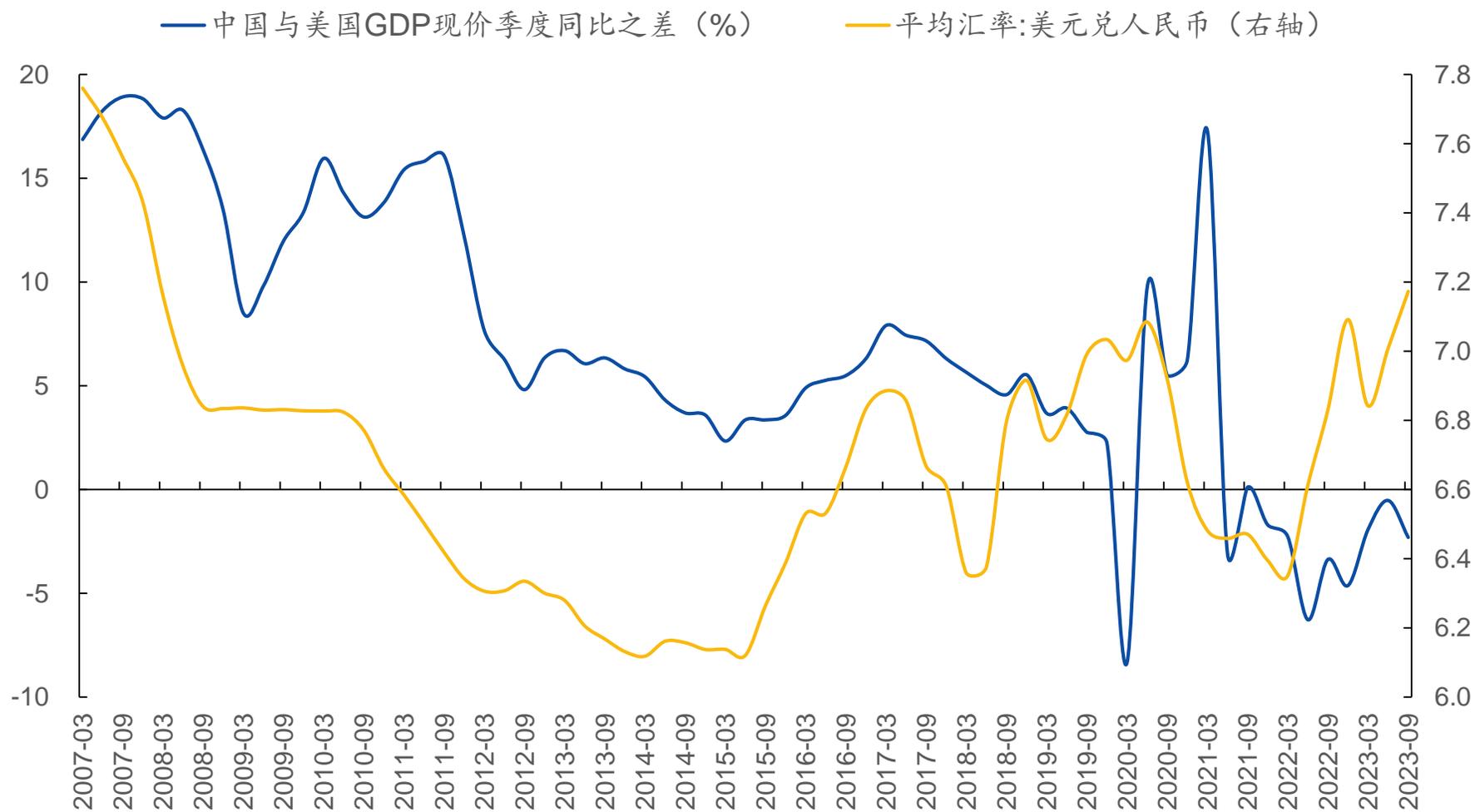
5. 权益的周期



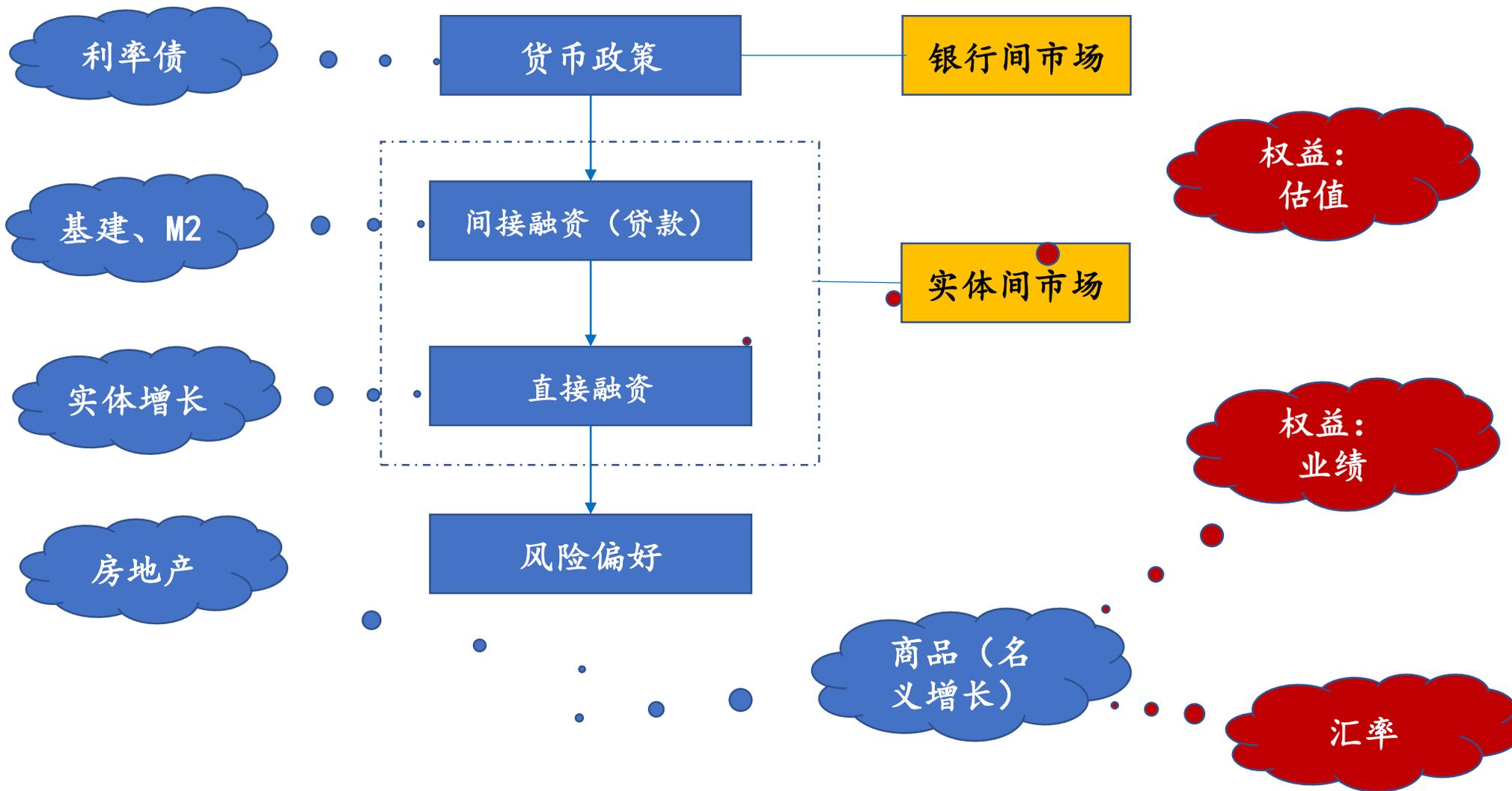
1. 一个关于流动性周期的通常框架
2. 利率债：最早启动的周期
3. 实体的短周期
4. 价格的周期（经济的名义增长）
5. 权益的周期
- 6. 汇率的周期**
7. 黄金及美元

6. 汇率的周期

通常来说，汇率的波动由利率平价决定。

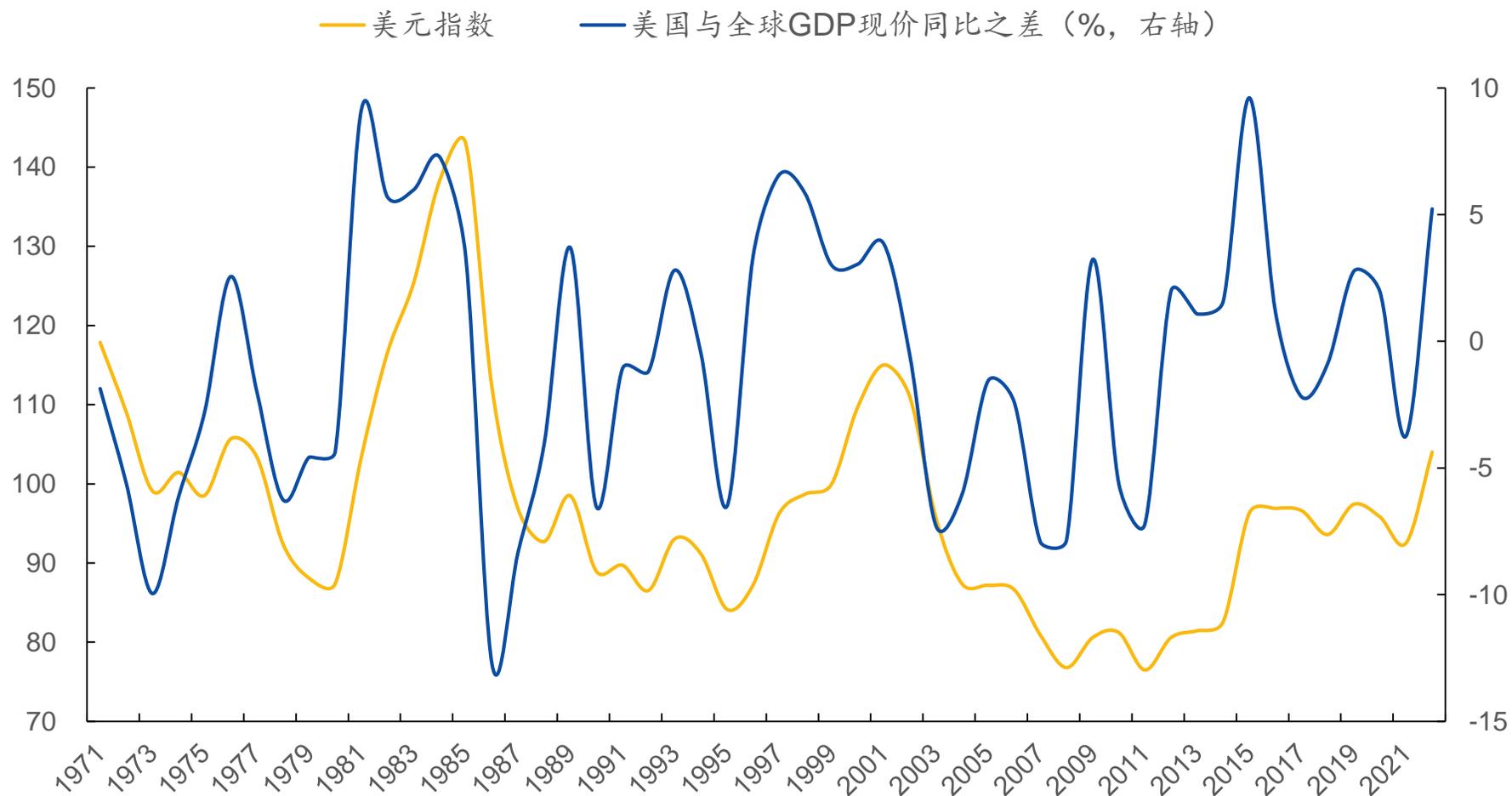


6. 汇率的周期



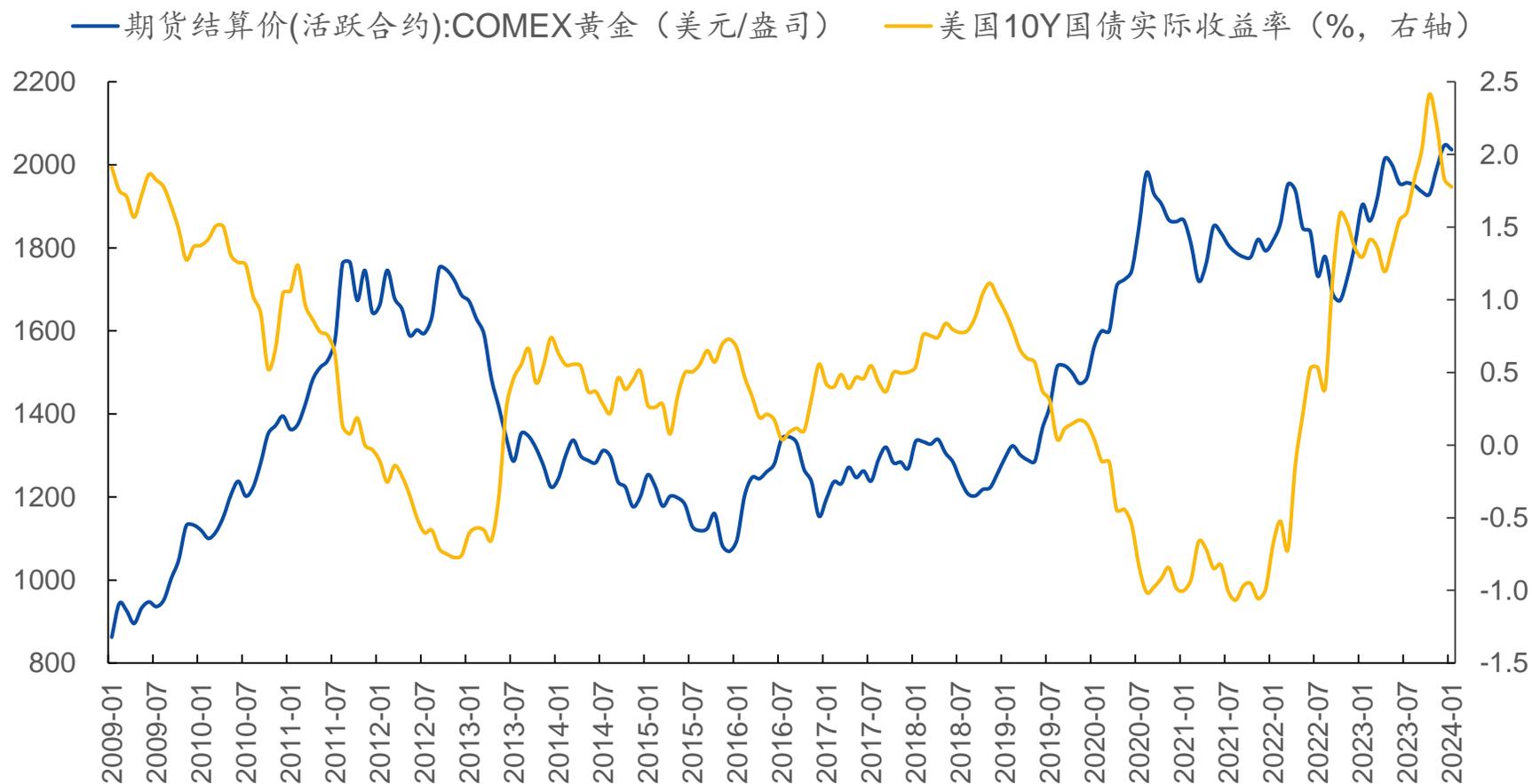
1. 一个关于流动性周期的通常框架
2. 利率债：最早启动的周期
3. 实体的短周期
4. 价格的周期（经济的名义增长）
5. 权益的周期
6. 汇率的周期
7. 黄金及美元

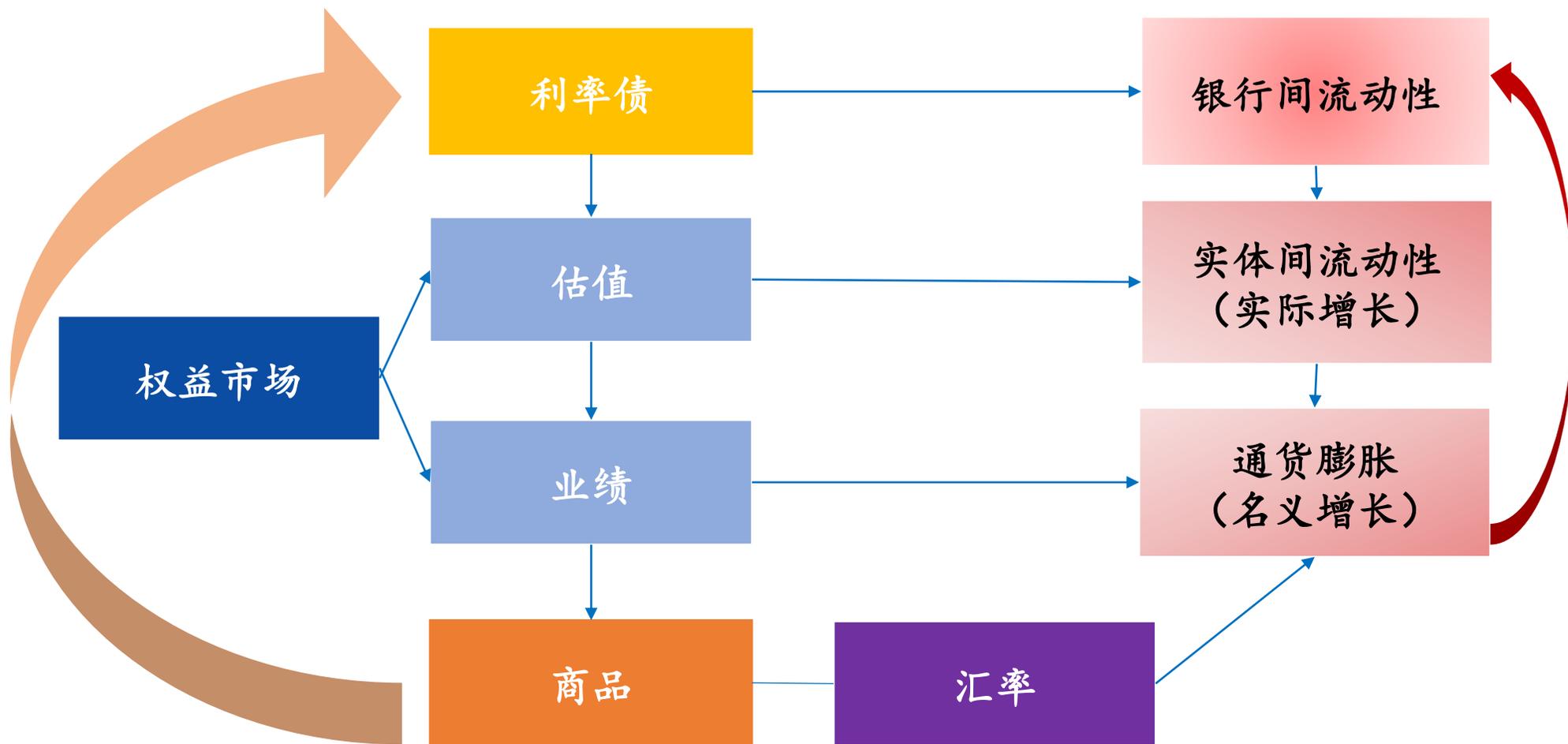
美元指数的定价核心：相对增长理论



黄金价格的两个锚：美元和美债实际收益率

- 1、黄金价格会受美元波动而重估；
- 2、黄金在大部分时间内是以抗通胀属性为主的。







(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
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
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

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
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
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

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

本报告仅供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

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
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

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：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188