

宏观与大类资产周报：太阳每天都是新的

报告要点：

本周关注——

- 通缩不是问题，CPI 的问题是菜价和旅游的问题，这两个问题主要是基数的问题，更值得关注的是当前猪周期的反弹和 PPI 的韧性。
- 事情并非只有黑白两面，通缩若不成立，并不代表通胀值得交易，目前看，猪肉和 PPI 的弹性是受限的，原因是平稳的猪料比以及全球金融环境的制约。
- 在年前的若干文章中，我们反复提到过剩流动性的问题，从 1 月加速下降的贷款增长速度和狭义社融增长速度看，这个问题不但需要重视，而且到了应非常警惕的程度。
- M2 已基本复位，M1 的反弹与春节错位引致的企业发奖金时点错位、进而企业活期存款错位有关，后续 M1 的表现仍待观察。
- 从权益市场仍然高于 2018 年底的市盈率看，权益市场对剩余流动性的交易似乎还不充分，而在另一面，在宽信用的政策及效果出现转机之前，债券市场也如是。
- 流动性梗阻这个问题将会导致资产风格的拐点也变得更不确定，市场已经不在周期这个轨道之内，钱堆在银行体系之后，不再自然而然地能通过宽信用悉数投放出去，回顾历史的话，这件事在过往几乎没有发生过，因此，当前的经验及周期已经无法帮助我们揭示答案，太阳每天都是新的，在此环境下，跟踪的意义还远大于预测。
- 目前看，美国通胀在这个平台上，很难进一步下台阶，其原因还是我们强调的能化驱动的逻辑，这可能会延后美国降息的时点，然而，中国流动性的问题会不会导致全球流动性同样打破固有的周期形态，这也需要进一步观察，但目前可以确定的是，美国的降息交易也不会一帆风顺。

核心观点——

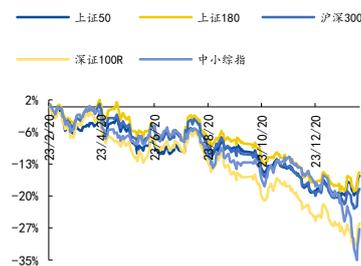
- 宏观经济：虽然金融周期至此，但目前内溢的外部流动性能够基本稳住库存周期，这导致经济基本面至少是平的。
- 资产配置：从货币到信用的传导堵塞是当前市场风险偏好不高的本源，恢复的方式和节奏是个比较大的风险偏好转向的契机，建议右侧交易。
- 利率债：在上面所说的拐点到来之前，利率债还可以保持长久期，但监管是需要密切关注的一条可能转向的线索。
- 权益市场：流动性阻塞是我们之前没有预期到的阻力，当前周期理论的预测已经失灵，关键要看后面的信用何时能有效扩张起来。
- 信用市场：35 号文后，城投债的预期差几乎被消灭，在风控允许的范围内，可以尽可能下潜城投信用，地产信用还需等等。
- 商品市场：从绝对价格的角度，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的修复。

风险提示：宏观政策落地不及预期等

主要数据：

上证综指：	2865.90
深圳成指：	8820.60
沪深 300：	3364.93
中小盘指：	3287.10
创业板指：	1726.86

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

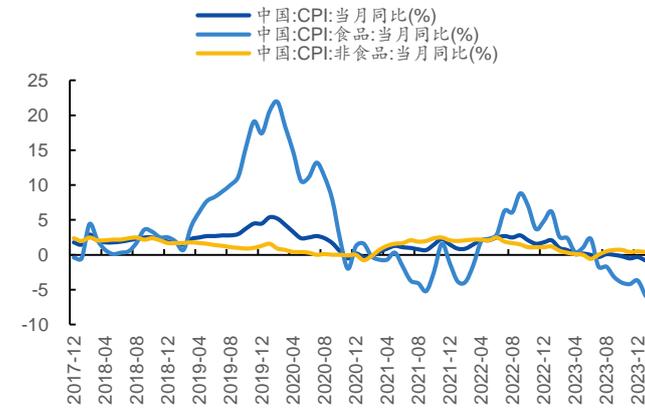
- 《在云脚下，等雨落下》2024.02.17
- 《事缓则圆：把脉中国经济》2024.02.08

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

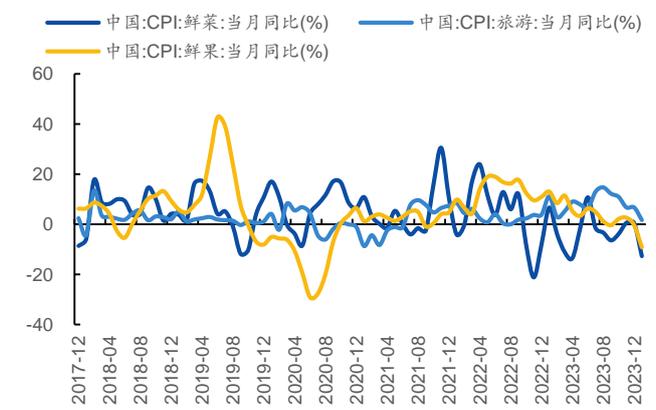
通缩不是问题,CPI 的问题是菜价和旅游的问题,这两个问题主要是基数的问题,更值得关注的是当前猪周期的反弹和 PPI 的韧性。

图 1：2024 年 1 月中国 CPI 同比增速-0.8%



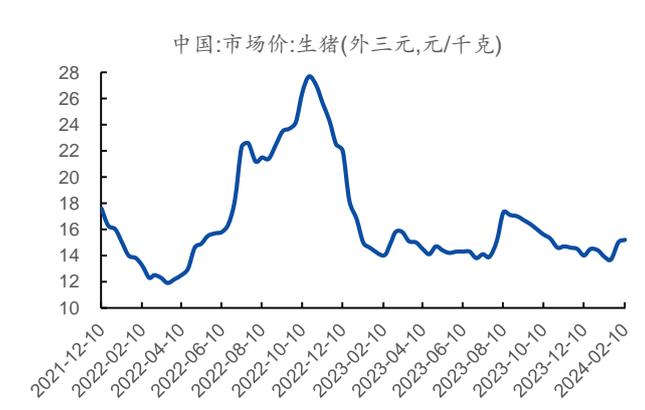
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：CPI 同比下跌主要系鲜菜和旅游价格变化所致



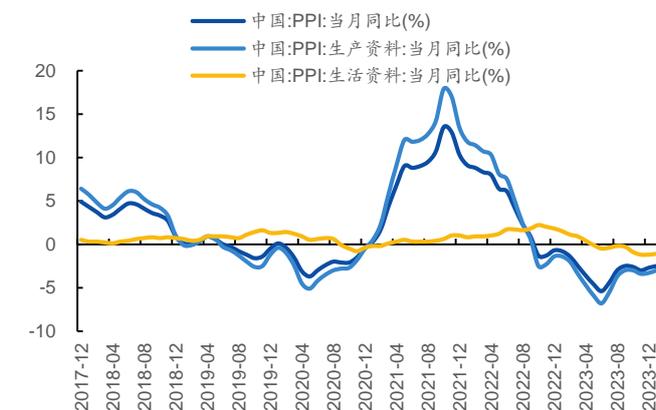
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：猪价在近期有所反弹



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：PPI 自 2023 年中止跌企稳



资料来源：Wind，国元证券研究所

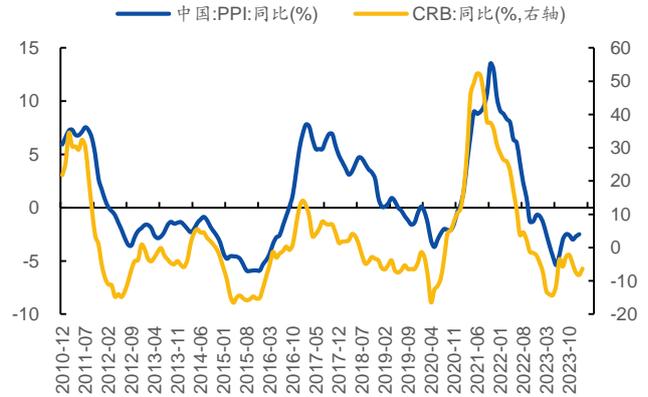
事情并非只有黑白两面，通缩若不成立，并不代表通胀值得交易，目前看，猪肉和 PPI 的弹性是受限的，原因是平稳的猪料比以及全球金融环境的制约。

图 5：猪料比走势平稳



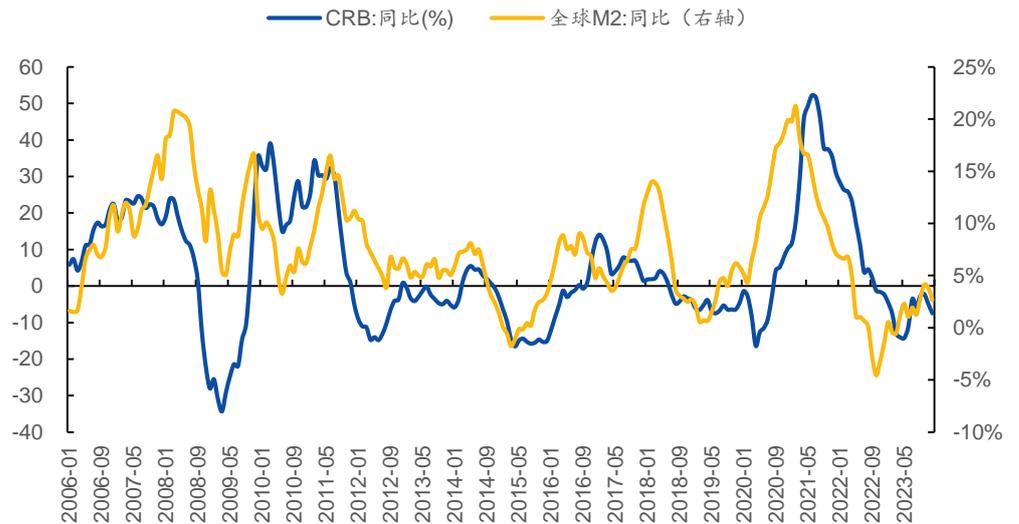
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：PPI 与 CRB 走势趋同



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：CRB 走势与全球金融环境密切相关



资料来源：Wind，国元证券研究所

在年前的若干文章中，我们反复提到过剩流动性的问题，从 2024 年 1 月加速下降的贷款增长速度和狭义社融增长速度看，这个问题不但需要重视，而且到了应非常警惕的程度。

图 8：中国人民币贷款同比增速情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：中国狭义社融同比增速情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

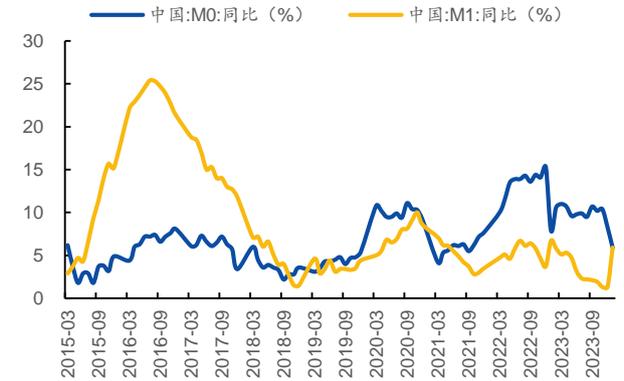
M2 已基本复位，M1 的反弹与春节错位引致的企业发奖金时点错位、进而企业活期存款错位有关，后续 M1 的表现仍待观察。

图 10：M2 已基本复位



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：M1 后续表现有待观察



资料来源：Wind，国元证券研究所

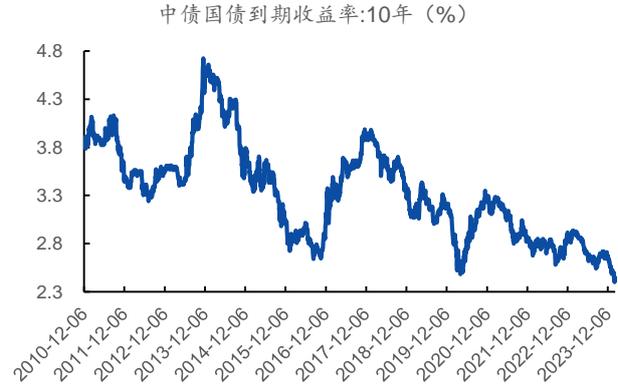
从权益市场仍然高于 2018 年底的市盈率看，权益市场对剩余流动性的交易似乎还不充分，而在另一面，在宽信用的政策及效果出现转机之前，债券市场也如是。

图 12: 当前权益市场的市盈率仍然高于 2018 年底



资料来源: Wind, 国元证券研究所

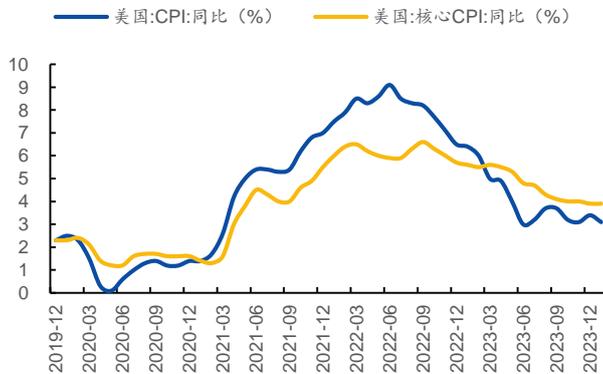
图 13: 10Y 国债收益率走势



资料来源: Wind, 国元证券研究所

流动性梗阻这个问题将会导致资产风格的拐点也变得更不确定，市场已经不在周期这个轨道之内，钱堆在银行体系之后，不再自然而然地能通过宽信用悉数投放出去，回顾历史的话，这件事在过往几乎没有发生过，因此，当前的经验及周期已经无法帮助我们揭示答案，太阳每天都是新的，在此环境下，跟踪的意义还远大于预测。

图 14: 美国 CPI 体现出强韧性



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 15: 受就业和通胀数据影响，美债收益率明显反弹



资料来源: Wind, 国元证券研究所

目前看，美国通胀在这个平台上，很难进一步下台阶，其原因还是我们强调的能化驱动的逻辑，这可能会延后美国降息的时点，然而，中国流动性的问题会不会导致全球流动性同样打破固有的周期形态，这也需要进一步观察，但目前可以确定的是，美国的降息交易也不会一帆风顺。

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